

## **ALAIN AUVRAY**

EXPERT COMPTABLE  
COMMISSAIRE AUX COMPTES

EXPERT PRÈS  
LA COUR D'APPEL DE PARIS

EXPERT PRÈS  
LES COURS ADMINISTRATIVES D'APPEL  
DE PARIS ET DE VERSAILLES

EXPERT AGRÉÉ  
PAR LA COUR DE CASSATION

5, AVE FRANKLIN ROOSEVELT

75008 PARIS

TÉL. 33 (0) 1 44 95 16 40

FAX. 33 (0) 1 42 89 10 96

e-mail : [alain.auvray@exco.fr](mailto:alain.auvray@exco.fr)

[www.excoparis.com](http://www.excoparis.com)

# **FUSION-ABSORPTION DE LA SOCIETE SPOREVER PAR LA SOCIETE REWORLD MEDIA**

---

## **RAPPORT DU COMMISSAIRE A LA FUSION SUR LA VALEUR DES APPORTS**

**ALAIN AUVRAY**

EXPERT COMPTABLE  
COMMISSAIRE AUX COMPTES

EXPERT PRÈS  
LA COUR D'APPEL DE PARIS

EXPERT PRÈS  
LES COURS ADMINISTRATIVES D'APPEL  
DE PARIS ET DE VERSAILLES

EXPERT AGRÉÉ  
PAR LA COUR DE CASSATION

5, AVE FRANKLIN ROOSEVELT  
75008 PARIS  
TÉL. 33 (0) 1 44 95 16 40  
FAX. 33 (0) 1 42 89 10 96  
e-mail : alain.auvray@exco.fr  
www.excoparis.com

**FUSION-ABSORPTION  
DE LA SOCIETE SPOREVER  
PAR LA SOCIETE REWORLD MEDIA**

---

**RAPPORT DU COMMISSAIRE A LA FUSION  
SUR LA VALEUR DES APPORTS**

Mesdames, Messieurs les Actionnaires,

En exécution de la mission qui nous a été confiée par Ordonnance de Monsieur le Président du Tribunal de Commerce de Nanterre en date du 8 mars 2017, concernant la fusion par voie d'absorption de la société SPOREVER par la société REWORLD MEDIA, nous avons établi le présent rapport sur la valeur des apports prévu par l'article L. 236-10 du Code de commerce. Notre appréciation sur la rémunération des apports fait l'objet d'un rapport distinct.

L'actif net apporté a été arrêté dans le projet de traité de fusion signé le 13 avril 2017 par les représentants des sociétés concernées. Il nous appartient d'exprimer une conclusion sur le fait que la valeur de l'apport n'est pas surévaluée.

A cet effet, nous avons effectué les diligences applicables à cette mission selon la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes. Cette doctrine professionnelle requiert la mise en œuvre de diligences destinées à apprécier la valeur de l'apport, à s'assurer que celle-ci n'est pas surévaluée et à vérifier qu'elle correspond au moins à la valeur nominale des actions à émettre par la société absorbante augmentée de la prime de fusion.

Notre mission sur l'appréciation de la valeur des apports prend fin avec la remise du présent rapport, il ne nous appartient pas de le mettre à jour pour tenir compte des faits et circonstances postérieurs à sa date de signature.

Nous vous prions de trouver, ci-après, nos constatations et notre conclusion présentées dans l'ordre suivant :

1. Présentation de l'opération et description de l'apport.
2. Diligences et appréciation de la valeur des apports.
3. Conclusion.

# 1. PRESENTATION DE L'OPERATION ET DESCRIPTION DE L'APPORT

## 1.1. Contexte de l'opération

Les motifs et buts de l'opération sont décrits dans le projet de traité de fusion dans les termes suivants :

*« Cette fusion permettrait de regrouper des activités similaires au sein d'une même structure, ce qui rationalisera l'organisation du groupe et créera de la valeur grâce aux synergies possibles entre ces activités. Les activités seraient rassemblées au sein de REWORLD MEDIA qui dispose d'une plus grande notoriété sur le secteur d'activité des Parties. »*

## 1.2. Présentation des sociétés concernées par l'opération

### 1.2.1. Société REWORLD MEDIA – société absorbante

La société REWORLD MEDIA, société absorbante, est une société anonyme dont le siège social est situé 16 rue du Dôme – 92100 Boulogne Billancourt, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 439 546 011.

Son capital social s'élève à ce jour à 638.586,78 €, divisé en 31.929.339 actions de 0,02 € de valeur nominale, toutes de même catégorie et entièrement libérées. Les actions de REWORLD MEDIA sont admises aux négociations sur le marché Alternext d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0010820274.

Les statuts prévoient que les actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative depuis au moins deux ans au nom du même actionnaire, confèrent un droit de vote double.

La société a émis les produits dilutifs suivants :

- ✓ En date du 4 octobre 2013, 4.258.016 bons de souscription de parts de créateur d'entreprise (BSPCE) ont été attribués gratuitement par le Conseil d'administration. Chaque BSPCE donne droit à souscrire 1 action au prix unitaire de 0,42 € et sont exerçables jusqu'au 30 juin 2023.
- ✓ 8.997 Actions Gratuites de préférence ont été accordées en date du 8 juin 2016, chaque action de préférence donne droit à 100 actions ordinaires.
- ✓ Deux emprunts obligataires convertibles, dont le solde s'élève au 31 décembre 2016 à 2.579 K€, ce qui représente 1.394.058 titres potentiels à terme (parité définie à 1 obligation = 1 action au prix unitaire de 1,85 €).

REWORLD MEDIA a pour objet :

- La fourniture de prestations de développement, d'édition, de maintenance de tous contenus par voie digitale, de télécommunication ou sur des sites internet, de la formation, la constitution, la gestion et la vente de base de données ;
- La participation de la société par tous moyens et sous quelques formes que ce soit de toutes entreprises et à toutes sociétés créées ou à créer ;
- La gestion d'un portefeuille de valeurs mobilières, l'acquisition de tous droits sociaux sous toutes leurs formes, de tous biens corporels ou incorporels, meubles ou immeubles, en totalité ou en partie le tout pour son propre compte ;
- La fourniture de prestations de développements techniques, de services, de conseil, ainsi que l'achat et la vente de produits et de services liés aux solutions technologiques de knowledge management, formation et partage de connaissance ;
- Toutes formes d'édition sur tous supports présents et à venir ou sur tirage limité. Toutes opérations de conseil et de formation, de négoce national et international. Toutes opérations de sous-traitance.
- L'étude, le développement et la conception de tous programmes se rattachant de près ou de loin aux actions précédemment citées.
- Et plus généralement toutes opérations industrielles, commerciales, financières, mobilières et immobilières se rattachant directement ou indirectement à l'objet social, en totalité ou en partie à l'objet ci-dessus indiqué ou à tout autre objet similaire ou connexe.

### **1.2.2. Société SPOREVER – société absorbée**

La société SPOREVER, société absorbée, est une société anonyme à conseil d'administration dont le siège social est situé 16 rue du Dôme – 92100 Boulogne Billancourt, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 482 877 388.

Son capital social s'élève à ce jour à 4.821.896,80 €, divisé en 6.027.371 actions de 0,80 € de valeur nominale, toutes de même catégorie et entièrement libérées. Les actions de SPOREVER sont admises aux négociations sur le marché Alternext d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0010213215.

La société SPOREVER a mis en place un plan d'attribution de 600.000 actions gratuites aux termes des décisions du Conseil d'administration de SPOREVER en date du 24 août 2016. La période d'acquisition des actions gratuites a été fixée au 24 août 2017.

Par ailleurs, il existe 173.000 « BSPCE SPOREVER » pouvant donner droit à 363.300 actions SPOREVER au prix unitaire de 1,49 €.

SPOREVER a pour objet :

- la prise de tous intérêts et participations, par tout moyen et sous quelque forme que ce soit, dans toutes sociétés françaises ou étrangères, commerciale, industrielle, ou financière, immobilière ou mobilière, notamment par voie d'acquisition, de création de sociétés nouvelles, d'apports, fusions, alliances, sociétés en participation ou groupement d'intérêt économique, ainsi que l'administration, la gestion et le contrôle de ces intérêts et participations,
- La participation à la gestion et à l'administration de sociétés ou de fonds d'investissements dont l'objet est la prise de tous intérêts et participations, par tout moyen et sous quelque forme que ce soit, de toutes sociétés, affaires ou entreprises, notamment par voie d'acquisition, de création de sociétés nouvelles, d'apports, fusions, alliances, sociétés en participation ou groupement d'intérêt économique, ainsi que l'administration, la gestion et le contrôle de ces intérêts et participations et notamment la prestation dans le domaine de la presse,
- Le conseil et l'assistance aux sociétés ou fonds d'investissement susvisés ou à des tiers et d'une manière générale tous les services destinés à faciliter la création et le développement de ces entreprises
- La fourniture de tous services financiers, comptables et administratifs ainsi que toutes études relatives à ces opérations aux sociétés détenues directement ou indirectement par la Société
- Tous investissements de nature mobilière ou immobilière, toute gestion de biens meubles et immeubles, toutes études financières et autres,
- Et généralement, toutes opérations financières, commerciales, industrielles, mobilières et immobilières, pouvant se rattacher directement ou indirectement à l'objet ci-dessus ou à tous objets similaires ou connexes, de nature à favoriser son extension ou son développement.

### **1.2.3. Lien entre les sociétés concernées**

La société REWORLD MEDIA détient, à la date de signature du traité de fusion, 660.132 actions sur les 6.027.371 actions composant le capital social de la société SPOREVER, soit 11% du capital.

Par ailleurs, les sociétés ont des dirigeants communs, à savoir :

- M. Pascal CHEVALIER est Président du Conseil d'Administration et Directeur Général des sociétés REWORLD MEDIA et SPOREVER.
- M. Gautier NORMAND est Directeur Général Délégué des sociétés REWORLD MEDIA et SPOREVER.

### 1.3. Description de l'opération

#### 1.3.1. Méthode d'évaluation retenue

Les parties ont retenu, comme valeurs d'apport, les valeurs réelles des actifs et passifs transmis par la société SPOREVER, conformément aux dispositions du Règlement n°2016-07 du 4 novembre 2016 relatif au plan comptable générale.

#### 1.3.2. Description des apports

La société SPOREVER fait apport à titre de fusion à la société REWORLD MEDIA, sous réserve des conditions suspensives décrites ci-dessous, de l'universalité de ses biens composant son actif à la date du 1er janvier 2017, à charge pour la société REWORLD MEDIA d'acquitter les dettes constituant à la même date du 1er janvier 2017 le passif de la société SPOREVER.

La valeur réelle des actifs apportés et des passifs transmis a été déterminée sur la base d'une évaluation multicritère du groupe SPOREVER qui a conduit à une valorisation individuelle des actifs apportés et des passifs transmis, telle que décrite en annexe 3 du projet de traité de fusion :

- ✓ la valeur des participations de la société SPOREVER dans les sociétés dont la liste est présentée au 1.2 du traité de fusion, a été déterminée en déduisant de la valeur réelle du groupe SPOREVER pris dans sa globalité (SPOREVER et ses filiales) la valeur au 31 décembre 2016 des autres éléments d'actifs apportés et des passifs transmis par la société SPOREVER.
- ✓ les autres éléments d'actifs apportés et de passifs transmis ne recelant pas de plus ou moins-values ont été repris pour leur valeur nette comptable telle qu'elle ressort des comptes annuels clos au 31 décembre 2016 de la société SPOREVER.

Le montant de l'actif net apporté par la société SPOREVER à la société REWORLD MEDIA, apprécié sur la base de la valeur réelle des éléments d'actifs apportés et de passifs transférés au 31 décembre 2016, s'élève ainsi à 9.041.057 €.

Il se décompose de la manière suivante :

Montant total de l'actif apporté au 31 décembre 2016	14.030.963 €
Diminué du total du passif pris en charge au 31 décembre 2016	- 4.989.906 €
	<hr/>
<b>SOIT UN ACTIF NET APPORTÉ DE</b>	<b>9.041.057 €</b>

#### DETAIL DE L'ACTIF TRANSFERE AU 31 DÉCEMBRE 2016 (en €) :

La valeur d'apport totale des éléments d'actifs de SPOREVER sur la base de la valeur réelle au 31 décembre 2016 s'élève à 14.030.963 € et se décompose de la manière suivante :

<b>Actifs</b>	<b>Valeur réelle (en €)</b>
Fonds de commerce	0
Autres immobilisation incorporelles	0
Immobilisations corporelles	0
Immobilisations financières	
- autres participations	12.700.200
- Prêts	63.417
- Autres immobilisations financières	
Stocks	0
Créances	509.424
Valeurs mobilières de placement, disponibilités	403.179
Charges constatées d'avance	0
<b>Total de l'actif transféré</b>	<b>14.030.963</b>

#### DETAIL DU PASSIF TRANSMIS AU 31 DÉCEMBRE 2016 (en €) :

La valeur d'apport totale des éléments de passifs de SPOREVER sur la base de la valeur réelle au 31 décembre 2016 s'élève à 4.989.906 € et se décompose de la manière suivante :

<b>Passifs</b>	<b>Valeur réelle (en €)</b>
Provisions	152.325
Dettes financières	4.454.524
Dettes fournisseurs	284.453
Dettes fiscales et sociales	98.604
Dettes sur immobilisations	0
Autres dettes	0
<b>Total du passif transféré</b>	<b>4.989.906</b>

#### **1.4. Rémunération de l'actif net apporté**

La parité de fusion a été déterminée par référence aux valorisations respectives de SPOREVER et de REWORLD MEDIA.

La parité d'échange a été arrêtée par les parties de la manière suivante : 1 action SPOREVER pour 0,5 action REWORLD MEDIA.

Conformément aux dispositions de l'article L236-2-II du Code de commerce, il ne sera pas procédé à la rémunération de REWORLD MEDIA au titre des actions détenues par cette dernière dans la société SPOREVER, soit 660.132 actions SPOREVER.

Ainsi les 6.027.371 actions composant le capital social de SPOREVER au 31 décembre 2016, diminuées des 660.132 actions détenues par REWORLD MEDIA, soit 5.367.239 actions, seront rémunérées par l'émission de 2.683.619 actions REWORLD MEDIA.

En conséquence, le montant global de l'augmentation de capital de REWORLD MEDIA résultant de la fusion s'élèvera à 53.672,38 € par la création et l'émission de 2.683.619 actions nouvelles ordinaires de même valeur nominale soit 0,02 €.

Les actions nouvelles émises par REWORLD MEDIA en rémunération de l'apport-fusion de SPOREVER porteront jouissance à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2017 et seront assimilées aux actions existantes.

Les actionnaires de SPOREVER n'ayant pas droit à un nombre d'actions REWORLD MEDIA entier devront céder les actions formant rompus ou acquérir des droits en vue d'y parvenir. Les actionnaires de SPOREVER feront leur affaire de l'achat ou la vente des rompus. Les actions nouvelles non attribuées correspondant aux droits formant rompus seront vendues dans les conditions fixées par l'article L.228-6-1 du Code de commerce.

Le capital de REWORLD MEDIA s'élèvera à l'issue de la fusion à 692.259,16 € se décomposant en 34.612.958 actions de même valeur nominale soit 0,02 €, entièrement libérées et toutes de même catégories.

SPOREVER détient à ce jour 600.000 actions propres affectées à un plan d'actions gratuites, la période d'acquisition se terminant le 24 août 2017. Afin de permettre à SPOREVER d'honorer ses engagements à l'égard des bénéficiaires de ces actions gratuites, ces 600.000 actions propres feront l'objet d'un échange en actions REWORLD MEDIA dans le cadre de la fusion.

Les BSPCE SPOREVER seront repris par REWORLD MEDIA et leur exercice donnera droit à des actions REWORLD MEDIA dans une proportion identique à la parité d'échange à rémunérer.

La différence entre le montant de l'actif net apporté de SPOREVER, après prise en compte de la renonciation par REWORLD MEDIA à la rémunération des actions SPOREVER qu'elle détient, à rémunérer à la date de la fusion, soit 8.050.858,50 €, et le montant de l'augmentation de capital de REWORLD MEDIA, soit 53.672,38 € constituera la prime de fusion d'un montant de 7.997.186,12 €.

Il est prévu de soumettre à l'Assemblée Générale des actionnaires de SPOREVER l'attribution d'un droit de vote double aux actions nominatives entièrement libérées avec effet immédiat. En conséquence et sous réserve d'approbation par l'Assemblée Générale des actionnaires de SPOREVER :

- Les titulaires d'actions de la société SPOREVER ayant acquis un droit de vote double avant l'opération de fusion, le conserveront à l'issue de celle-ci.



- Les titulaires d'actions nominatives de la société SPOREVER n'ayant pas encore acquis de droit de vote double à la date de la fusion le conserveront à l'issue de celle-ci dans les mêmes conditions d'attribution.

## **1.5. Aspects juridiques et fiscaux**

Les modalités de réalisation de l'opération, qui sont présentées de façon détaillée dans le traité d'apport, peuvent se résumer comme suit.

### **1.5.1. Régime fiscal applicable à l'opération**

Le régime fiscal applicable à la présente opération est présenté à l'article 19 du traité d'apport :

- la fusion est placée sous le régime de faveur prévu par les dispositions de l'article 210 A du Code général des impôts,
- conformément aux termes de l'article 816 du Code général des impôts, l'enregistrement de la fusion donnera lieu au paiement d'un droit fixe.

### **1.5.2. Date d'effet et date de réalisation de la fusion**

Sur le plan comptable et fiscal, l'opération aura un effet rétroactif au 1<sup>er</sup> janvier 2017. La fusion et la dissolution de SPOREVER qui en résulte, n'interviendront qu'à compter de la date de réalisation de la dernière des conditions suspensives du traité de fusion.

### **1.5.3. Conditions suspensives**

La fusion, l'augmentation de capital de REWORLD MEDIA et la dissolution de SPOREVER qui en résulte, sont soumises aux conditions suspensives suivantes :

- (i) approbation par l'assemblée générale mixte des actionnaires de SPOREVER du projet de fusion absorption de SPOREVER par REWORLD MEDIA, du traité de fusion correspondant et de la dissolution sans liquidation de SPOREVER,
- (ii) approbation par l'assemblée générale mixte des actionnaires de REWORLD MEDIA du projet de fusion absorption de SPOREVER par REWORLD MEDIA, du traité de fusion correspondant, de l'augmentation de capital de REWORLD MEDIA en rémunération de la fusion de SPOREVER.

Faute de réalisation des conditions suspensives ci-dessus, le 30 juin 2017 au plus tard, le traité d'apport sera, sauf prorogation de ce délai d'un commun accord entre les parties, considéré comme caduc, sans qu'il y ait lieu à indemnité de part ou d'autre.

## 2. DILIGENCES ET APPRÉCIATION DE LA VALEUR DE L'APPORT

### 2.1. Diligences accomplies

Notre mission a pour objet d'éclairer les actionnaires de SPOREVER et de REWORLD MEDIA sur la valeur de l'apport.

Elle ne saurait être assimilée à une mission de « *due diligence* » menée pour un prêteur ou un acquéreur et ne comporte pas tous les travaux nécessaires à ce type d'intervention. Notre rapport ne peut être utilisé dans ce contexte.

Nous avons effectué les diligences que nous avons estimé nécessaires afin d'apprécier la valeur de l'apport, par référence à la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes applicable à ce type de mission.

Dans ce cadre, nous avons notamment :

- pris connaissance des objectifs de l'opération ;
- eu des entretiens avec les dirigeants, les responsables des services chargés de l'opération et les conseils des parties, tant pour appréhender le contexte de l'opération, que pour comprendre les modalités économiques, comptables, juridiques et fiscales dans lesquelles elle se situe ;
- analysé les informations juridiques relatives à la société SPOREVER et ses filiales et à l'opération elle-même ;
- examiné le traité de fusion et ses annexes ;
- pris connaissance de l'activité et du marché sur lequel est positionné le groupe SPOREVER ;
- examiné les informations financières historiques de la société SPOREVER et de ses filiales à partir de comptes arrêtés au 31 décembre 2016 ;
- vérifié que les opinions émises par les commissaires aux comptes correspondent à des avis sans réserve et permettent de confirmer que les derniers états financiers sociaux et consolidés ne contiennent pas d'anomalies significatives ;
- examiné le plan prévisionnel d'activité de SPOREVER établi par le management ;
- discuté de la pertinence des hypothèses retenues ainsi que des données structurantes ;
- apprécié la pertinence des approches d'évaluation de SPOREVER retenues par les parties et analysé les paramètres utilisés ;
- pris connaissance des travaux d'évaluation menés par l'évaluateur-conseil de la société SPOREVER ;

- mis en œuvre des méthodes alternatives ou complémentaires de valorisation et réalisé des tests de sensibilité pour chacune des approches de valorisation en fonction de critères jugés pertinents ;
- obtenu une lettre d'affirmation des dirigeants de SPOREVER, qui nous ont confirmé les éléments significatifs utilisés dans le cadre de notre mission.

## **2.2 Appréciation de la méthode de valorisation des apports et de sa conformité à la réglementation comptable**

Aux termes du traité de fusion, les parties ont retenu les valeurs réelles des actifs et passifs transmis par la société SPOREVER dans la mesure où il s'agit d'une opération de fusion impliquant des sociétés sous contrôle distinct au sens du règlement ANC n°2014-03.

Ce mode de valorisation, requis par la réglementation comptable en vigueur, n'appelle pas de commentaire de notre part.

## **2.3 Réalité des apports**

Dans le cadre de nos travaux, nous nous sommes assurés de l'absence d'anomalie significative relevée par le commissaire aux comptes lors de son audit des comptes consolidés et annuels clos au 31 décembre 2016 de la société SPOREVER

Par ailleurs, nous nous sommes fait confirmer, par une lettre d'affirmation, que les actifs apportés sont détenus sans contestation et sont librement transmissibles.

## **2.4 Appréciation de la valeur de l'apport**

### **2.4.1. Appréciation de la valeur individuelle de l'apport**

Nous avons procédé à l'analyse des valeurs individuelles des éléments composants les actifs apportés et les passifs transmis qui peuvent être regroupées entre :

- ✓ la valeur des immobilisations financières évaluée en déduisant de la valeur réelle du groupe SPOREVER pris dans sa globalité (SPOREVER et ses filiales), la valeur au 31 décembre 2016 des autres éléments d'actifs apportés et des passifs transmis par la société SPOREVER ;
- ✓ la valeur réelle des autres éléments d'actifs et de passifs appréciée à leur valeur nette comptable estimée au 31 décembre 2016.

La valeur individuelle des immobilisations financières résulte donc directement de la valeur globale donnée au groupe SPOREVER.

Les valeurs individuelles n'appellent pas d'autre commentaire de notre part.

## **2.4.2. Appréciation de la valeur globale de l'apport**

Pour l'appréciation de la valeur globale des apports, nous nous sommes appuyés sur les travaux d'évaluation multicritère de la société absorbée que nous avons examinés dans le cadre de nos diligences afférentes à l'appréciation du caractère équitable du rapport d'échange.

Nous avons, pour notre part, mis en œuvre les calculs nécessaires pour apprécier la pertinence des méthodes exposées et procéder à une évaluation multicritère.

Les approches suivantes ont été écartées :

- l'actif net comptable de SPOREVER, fondé sur la quote-part de capitaux propres par action, n'intègre pas tous les éléments de valeur intrinsèque des entreprises et notamment la juste valeur des éléments incorporels ;
- la méthode d'actualisation des dividendes consiste à évaluer une action à partir des flux de dividendes futurs qu'elle génère. Cette méthode a été écartée dans la mesure où SPOREVER n'a pas distribué de dividendes depuis plusieurs exercices et ne prévoit pas de le faire dans les prochaines années ;
- Il n'a pas été fait référence à des cours cibles des analystes. En effet, nous n'avons pas identifié de panels d'analystes suivant de manière régulière la valeur des actions SPOREVER.
- la méthode des transactions comparables n'a pas été mise en œuvre à défaut d'identification d'informations disponibles pertinentes.

Par ailleurs, les valeurs de la société SPOREVER utilisées dans le cadre de l'opération de fusion-absorption de la société ATTRACTIVE WORLD, intervenue en août 2015, ont également été écartées car devenues, depuis lors, non pertinentes au regard de l'évolution des activités de la société SPOREVER.

### **2.4.2.1 Paramètres retenus dans les différentes approches d'évaluation par le commissaire à la fusion**

Le nombre d'actions et l'endettement net sont les paramètres communs aux différentes méthodes d'évaluation que nous avons mises en œuvre.

Le nombre d'actions composant le capital social de SPOREVER intègre les actions d'autocontrôle qui seront utilisées pour servir le plan d'actions gratuites à destination des managers, soit 600.000 actions. Le solde des d'actions d'autocontrôle soit 282.799 actions a été cédé en mars 2017 sur le marché. En conséquence, elles sont également conservées dans notre calcul du nombre d'action. Le cash correspondant a été intégré au calcul de la trésorerie nette.

En ce qui concerne les BSPCE, leurs conditions d'exercice étant quasi identique à la valeur d'apport (1,49 € par BSPCE vs 1,50 € pour la valeur de l'action retenue), ils n'ont pas dans les faits d'incidence sur l'ensemble des calculs. En conséquence, l'opération d'apport est appréciée sur la base du nombre d'actions SPOREVER existant au 31 décembre 2016, soit 6.027.371 actions.

Par ailleurs, la trésorerie nette de SPOREVER au 31 décembre 2016, a été déterminée à partir de ses comptes consolidés à cette même date.

#### **2.4.2.2. Approches d'évaluation privilégiées**

Les méthodes d'évaluation privilégiées par nous-mêmes et adaptées à l'activité de la société SPOREVER l'ont également été par les parties, à savoir :

- ✓ Evaluation par le cours de bourse
- ✓ Évaluation par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie
- ✓ Méthode analogique par référence aux comparables boursiers

Toutefois, les paramètres retenus par nos soins peuvent présenter des différences résultant notamment de la mise en œuvre de plusieurs hypothèses de projection des flux financiers arrêtés dans les plans prévisionnels<sup>1</sup> au travers notamment de nos travaux d'appréciation de la sensibilité des parités.

En outre, nous avons effectué des tests de sensibilité pour chacune des méthodes afin d'apprécier la pertinence de la valeur d'apport attribuée aux titres de la société absorbée.

##### **2.4.2.2.1. Évaluation par le cours de bourse**

Nous avons examiné l'évolution des cours de bourse historiques des actions SPOREVER sur différentes durées de cotation jusqu'au 13 mars 2017 (spot, 1 mois, 3 mois, 6 mois), veille de l'annonce au marché de l'opération de fusion.

Le nombre de transactions sur le marché depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2017 reste limité mais est toutefois suffisamment représentatif pour permettre une valorisation de la société, en privilégiant la durée et le cours spot au 13 mars 2017<sup>2</sup>.

Au cas présent, si le cours de bourse de SPOREVER constitue une référence, pour une estimation immédiate de la valeur de marché de ses activités, il est vraisemblable qu'il intègre une décote liée à la liquidité réduite du titre, décote qu'il faut corriger pour apprécier la valeur intrinsèque des actifs. En estimant cette décote à 20%, taux habituellement retenu<sup>3</sup>, la valeur de SPOREVER ressort sur la base des cours moyens de l'action sur des période de 1 à 6 mois entre **8,53 M€ et 9,84 M€**.

<sup>1</sup> Le plan prévisionnel de SPOREVER est celui du management établi sur une période de 3 ans

<sup>2</sup> Cours moyen 6 mois : 1,34 €, Cours moyen 3 mois : 1,36 €, Cours moyen 1 mois : 1,36 €, Cours spot 13 mars 2017 : 1,18 €, cours spot 12 avril 2017 : 1,02 €

<sup>3</sup> Source : Baromètre de valorisation des PME Françaises 2016

#### **2.4.2.2.2. Évaluation par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie**

Selon la méthode par actualisation des flux prévisionnels de trésorerie, ci-après méthode DCF, la valeur des fonds propres d'une entreprise est égale à la valeur actuelle des flux de trésorerie futurs que son exploitation est susceptible de générer, déduction faite des investissements nécessaires à son activité et de son endettement net à la date de l'évaluation.

Dans le cadre de nos estimations, nous avons retenu le plan prévisionnel établi par le management du groupe SPOREVER. La revue du plan prévisionnel a été réalisée par activité en considérant les réalisations des dernières années, les programmes de développement décidés à ce jour, les perspectives des marchés et les plans d'investissements.

Suite aux entretiens avec le management, nous avons extrapolé le plan prévisionnel de SPOREVER sur une durée de trois années (soit une durée totale de 6 ans) pour tenir compte du caractère cyclique de l'activité (les années paires bénéficiant directement des événements footballistiques coupes du monde et coupe d'Europe). L'approche sur 6 années permet de prendre en compte le même nombre d'années paires et impaires dans la réalisation des flux.

Enfin, la valeur terminale, correspondant à la valeur de l'entreprise à l'issue de la période de prévisions, a été calculée sur la base du flux de trésorerie jugé normatif<sup>4</sup> actualisé à l'infini à l'aide de la formule de Gordon-Shapiro.

Le taux retenu pour actualiser les flux de trésorerie a été déterminé sur la base de paramètres de marché en tenant compte du niveau de risque des activités<sup>5</sup>.

Selon cette approche, la valeur de SPOREVER qui ressort de l'ensemble des analyses de sensibilité est comprise entre **9,12 M€ et 12,20 M€**.

#### **2.4.2.2.3. Méthode analogique par référence aux comparables boursiers**

Une approche analogique par référence à des multiples boursiers observés sur des sociétés cotées comparables, a également été mise en œuvre.

La constitution de l'échantillon de sociétés comparables a été arrêtée en fonction des spécificités de SPOREVER. Les coefficients ainsi obtenus ont été minorés d'une décote de taille estimée à 20%.

Nous avons retenu comme indicateur le chiffre d'affaires et l'EBITDA projeté aux 31 décembre 2017 et 2018, en considérant les coefficients médians de nos échantillons<sup>6</sup>. Ce sont les indicateurs les plus couramment utilisés dans la mesure où ils ne sont pas affectés par les politiques d'investissements sur les premières années de développement.

---

<sup>4</sup> (en fonction de la croissance du marché attendue à long terme, de la politique d'investissements et de l'évolution du besoin en fonds de roulement - BFR).

<sup>5</sup> Taux d'actualisation SPOREVER = 1,13% (taux sans risque) + 1,9 (beta actif économique) \* 5,25% (prime de risque marché actions), soit un wacc de 11,11% sans endettement.

<sup>6</sup> Sociétés composant l'échantillon SPOREVER : Havas, Lagardère, NRJ Group, Solocal Group, Axel Springer, M6, Tamedia Ltd.

Selon cette approche, la valeur de SPOREVER qui ressort de l'ensemble de nos analyses de sensibilité est comprise entre **4,67 M€ et 10,51 M€**.

### 3. Synthèse

en millions d'euros

Methode	Référence	Valeur de l'apport	
<b>Valeur d'apport retenue par les parties</b>		<b>9,04</b>	
Evaluation par la méthode des cours de bourse	2.4.2.2.1.	<b>8,53</b>	<b>9,84</b>
Evaluation par la méthode des flux prévisionnels de trésorerie	2.4.2.2.2.	<b>9,12</b>	<b>12,20</b>
Evaluation par des comparables boursiers	2.4.2.2.3.	<b>4,67</b>	<b>10,51</b>

Les différentes approches de valorisation menées par nos soins encadrent la valeur d'apport retenue par les parties étant précisé que :

- La méthode du cours de bourse encadre la valeur des apports après correction des cours d'une surcote pour illiquidité estimée à 20%.
- La méthode des flux prévisionnels de trésorerie conforte la valeur des apports. Il convient de souligner la sensibilité du modèle économique aux fluctuations des marchés du digital qui connaissent actuellement une forte concurrence. Les valeurs pourraient être sensiblement modifiées si les hypothèses de long terme du modèle étaient affectées par la volatilité de l'environnement économique des marchés.

Toutefois, les tests de sensibilité effectués conduisent à considérer l'existence, dans le résultat de ces calculs financiers, d'une capacité raisonnable d'adaptation à des aléas.

- La méthode des comparables boursiers permet de conforter la cohérence de la valeur d'apport retenue. La valeur basse qui conduit à une valorisation de SPOREVER à 4,67 M€ résulte de l'application d'un coefficient médian du panel à l'EBITDA 2017 de la société, soit à une année « impaire » qui ne bénéficie pas de potentiels de croissance importants. Appréciée sur la base de l'EBITDA 2018, la fourchette basse de cette valeur ressort à 7,56 M€, étant rappelé que la formation de la valeur de SPOREVER se matérialise au-delà du seul horizon 2017-2018.

Ainsi, à l'issue de nos travaux, nous n'avons pas d'observation à formuler sur la valeur des apports.

### 3. CONCLUSION

Sur la base de nos travaux, nous sommes d'avis que la valeur des apports s'élevant à **9.041.057 €** n'est pas surévaluée et, en conséquence, que l'actif net apporté est au moins égal au montant de l'augmentation de capital de la société absorbante, majoré de la prime de fusion.

Fait à Paris, le 13 avril 2017

Le commissaire à la fusion



Alain AUVRAY