

ALAIN AUVRAY

EXPERT COMPTABLE

COMMISSAIRE AUX COMPTES

EXPERT PRES

LA COUR D'APPEL DE PARIS

EXPERT PRES

LES COURS ADMINISTRATIVES D'APPEL

DE PARIS ET DE VERSAILLES

EXPERT AGREE

PAR LA COUR DE CASSATION

5 AV^E FRANKLIN ROOSEVELT

75008 PARIS

TÉL. 33 (0) 1 44 95 16 40

e-mail : alain.auvray@exco.fr

REWORLD MEDIA

8, rue Barthélémy Danjou

92100 BOULOGNE BILLANCOURT

439 546 011 RCS Nanterre

APPORT D' ACTIONS TRADEDOUBLER

RAPPORT DU COMMISSAIRE AUX APPORTS

SUR LA VALEUR DES APPORTS

établi en date du 7 avril 2020

Mesdames, Messieurs les Actionnaires,

En exécution de la mission, qui m'a été confiée par Ordonnance de Monsieur le Président du Tribunal de Commerce de Nanterre en date du 27 février 2020, concernant l'apport d'actions de la société **Tradedoubler** (ci-après « la Société »), consenti par **M. Martin BJÄRINGER, M. Olof Johan Theodor JEANSSON, M. Richard HELLEKANT et Mme Ulrika HELLEKANT** (ci-après « les Apporteurs ») à la société **Reworld Media** (ci-après « la Bénéficiaire »), j'ai établi le présent rapport sur la valeur de l'apport prévu à l'article L. 225-147 du Code de commerce.

S'agissant d'une opération d'apport au bénéfice d'une société émettant des titres admis à la négociation sur un marché réglementé, je me prononcerai également sur la rémunération de l'apport en application de la recommandation 2011-11 de l'Autorité des Marchés Financiers du 21 juillet 2011. Mon appréciation sur la rémunération de l'apport fait l'objet d'un rapport distinct.

La valeur de l'apport a été arrêtée dans le projet de traité d'apport en nature d'actions, signé par les parties le 3 avril 2020. Il m'appartient d'exprimer une conclusion sur le fait que la valeur de l'apport n'est pas surévaluée.

A cet effet, j'ai effectué les diligences selon la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes applicable à cette mission ; cette doctrine 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 au nominal des actions à émettre par la société bénéficiaire de l'apport augmentée de la prime d'apport.

Ma mission sur l'appréciation de la valeur de l'apport prend fin avec la remise du présent rapport. Il ne m'appartient pas de le mettre à jour pour tenir compte des faits et circonstances postérieurs à sa date de signature.

Je vous prie de trouver, ci-après, mes constatations et ma conclusion présentées dans l'ordre suivant :

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

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

1.1. Contexte et nature de l'opération

Les Apporteurs et la Bénéficiaire ont signé des protocoles en date respectivement des 17 février 2020 et 3 avril 2020. Il en résulte l'apport à la société Reworld Media de 5.320.854 actions de la société Tradedoubler, représentant 11,59% du capital et des droits de vote de cette dernière.

Les termes et conditions de cet apport en nature de titres ont été formalisés dans un traité d'apport signé en date du 3 avril 2020.

1.2. Présentation des sociétés concernées par l'opération

1.2.1. Société bénéficiaire

La société **Reworld Media** est une société anonyme dont le siège social est situé 8, rue Barthélémy Danjou, 92100 Boulogne-Billancourt, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 439 546 011. Ses actions sont admises aux négociations sur le marché Euronext GrowthTM Paris sous la référence : FR0010820274.

Son capital social s'élève au 29 février 2020 à 1.036.333,92 euros. Il est composé de 51.816.696 actions de 0,02 € de valeur nominale.

Reworld Media est la holding d'un groupe digital international propriétaire de marques média.

1.2.2. Les Apporteurs

- ✓ **M. Martin BJÄRINGER**, né le 3 février 1959 à Gustav Vasa, Stockholm, Suède, de nationalité Suédoise, demeurant Cordée des Alpes 501, Rue du centre Sportif 24, 1936 Verbier, Suisse.
- ✓ **M. Olof Johan Theodor JEANSSOON**, né le 2 octobre 1963 à Danderyd, Suède, de nationalité Suédoise, demeurant Agnevagen 23, 182 64 Djursholm, Suède.
- ✓ **M. Richard HELLEKANT**, né le 24 mars 1971 à Flädie, Suède, de nationalité Suédoise, demeurant Spanarstingen 7, 181 46 Lidingö, Suède.
- ✓ **Mme. Ulrika HELLEKANT**, né le 29 octobre 1972 à Nacka, Suède, de nationalité Suédoise, demeurant Spanarstingen 7, 181 46 Lidingö, Suède.

1.2.3. Société dont les titres sont apportés

La société **Tradedoubler** est une société de droit suédois, dont le siège social est situé Birger Jarisgatan 57A Stockholm 113 56 (Sweden), immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Stockholm sous le numéro 55655-7423.

Son capital social est composé de 45.927.449 actions. Elles sont admises aux négociations sur le marché NASDAQ OMX STOCKHOLM sous le numéro de référence : TRAD SE0001552357.

La Société exerce l'activité de commercialisation d'une solution marketing à la performance à destination des annonceurs et éditeurs.

La société Reworld Media détient, d'ores et déjà, 18.467.756 actions de la société Tradedoubler représentant 40,21% du capital et des droits de vote de cette dernière.

1.3. Description et évaluation de l'apport

Les 5.320.854 actions Tradedoubler apportées représentent 11,59% du capital et des droits de vote de cette dernière. Elles sont détenues par les Apporteurs de la manière suivante :

APPORTEURS	NOMBRES D' ACTIONS DETENUES DANS LA SOCIETE	POURCENTAGE DU CAPITAL DETENU DANS LA SOCIETE
M. Martin BJÄRINGER	2.308.460	5,03 %
M. Olof Johan Theodor JEANSSON	2.266.985	4,94 %
M. Richard HELLEKANT	500.500	1,09 %
MME Ulrika HELLEKANT	244.909	0,53 %
TOTAL	5.320.854	11,59%

Les actions apportées ont été évaluées à leur valeur réelle, soit un montant estimé par les parties à 2.075.233,06 euros sur la base de 0,39 euro par action Tradedoubler.

Les méthodes d'évaluation de ces Actions Apportées sont décrites en Annexe 4.3 du traité d'apport dans les termes suivants :

« La valorisation a été fixée sur la base :

- d'un taux de change EUR /SEK égal à environ 0,096 pour le calcul de la valeur de l'Apport (le « Taux de Change ») ;
- d'un prix par Action Apportée égal à 4,06 SEK représentant une prime de :
 - 32% par rapport au cours de bourse de l'action TRADEDOUBLER sur le marché Nasdaq Stockholm au 14 février 2020 (à savoir SEK 3,07), dernier jour de bourse précédant la signature du premier des Protocoles d'Accord ;
 - 31,40% par rapport à la moyenne des cours de bourse pondérée par les volumes des cours des 60 (14 novembre 2019 – 14 février 2020) précédant la signature du premier des Protocoles d'Accord (à savoir SEK 3,09) ;
 - 28% par rapport au prix par action proposée lors de l'offre publique d'acquisition initiée par la Bénéficiaire en 2018 (à savoir SEK 3,17) ; »

Cette prime est le résultat d'une négociation entre les Parties et tient compte du fait que la Bénéficiaire détiendra plus de 50 % du capital et des droits de vote après la réalisation de cette opération.

Aux termes du protocole du 17 février 2020, il avait été prévu un prix par Action Apportée de 5,28 SEK (i.e. 0,50 €). Compte tenu de la crise sanitaire actuelle liée à la pandémie « COVID-19 », il a été convenu d'appliquer une décote de 23% sur les valorisations, sans pour autant que l'impact de cette crise ne soit quantifiable à ce stade.

1.4. Rémunération de l'apport

Pour déterminer la rémunération de l'apport, les parties ont retenu les valeurs réelles des actions Reworld Media et des actions Tradedoubler. Il en résulte une parité de 7 actions apportées donnent droit à 1 action de la société bénéficiaire.

Par conséquent, il sera émis 760.122 actions Reworld Media (ci-après « les Actions Nouvelles ») en rémunération de l'apport des 5.320.854 actions Tradedoubler.

Ces actions nouvelles, d'une valeur nominale de 0,02 euro chacune, auront un prix d'émission de 2,73 euros et seront entièrement libérées.

En conséquence, en rémunération de l'apport, cette opération donnera lieu à une augmentation de capital de Reworld Media d'un montant de 2.075.133,06 € par l'émission de 760.122 actions nouvelles d'une valeur nominale de 0,02 euro chacune et d'une prime d'apport de 2.059.930,62 €

Par ailleurs, dès la date de réalisation de l'opération, les actions nouvelles émises en rémunération de l'apport :

- ✓ seront intégralement attribuées aux Apporteurs comme suit ;

APPORTEURS	NOMBRES D' ACTIONS APORTEES	NOMBRE D' ACTIONS NOUVELLES REWORLD MEDIA ATTRIBUEES
M. Martin BJÄRINGER	2.308.460	329.780
M. Olof Johan Theodor JEANSSON	2.266.985	323.855
M. Richard HELLEKANT	500.500	71.500
MME Ulrika HELLEKANT	244.909	34.987
TOTAL	5.320.854	760.122

- ✓ seront dès la date de réalisation définitive de l'augmentation de capital entièrement assimilées aux actions anciennes de la bénéficiaire ;
- ✓ jouiront des mêmes droits et seront soumises à toutes les dispositions des statuts et aux décisions des assemblées générales de la Bénéficiaire ;

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

L'apport est exonéré de droits d'enregistrement (article 810, I du Code Général des Impôts). Chaque partie assume sous sa seule responsabilité le respect des obligations, déclarations et paiements en matière fiscale qui lui incombe à raison de l'apport.

1.5.2. Date de réalisation de l'apport

Sous réserve de la réalisation des conditions suspensives des Protocoles de Cession, l'Apport sera réalisé à la date à laquelle l'Assemblée Générale l'approuve et constate l'augmentation de capital en vue de le rémunérer.

Les Actions Nouvelles seront attribuées à la Date de Réalisation et feront l'objet d'une demande d'admission sur le Marché Euronext Growth™.

1.5.3. Conditions suspensives

L'apport est soumis aux conditions suspensives suivantes telles que prévues aux termes des Protocoles de Cession :

- a) *no judicial, governmental or regulatory agency or Authority having jurisdiction over the Parties or the Company will have issued an enforceable injunction that forbids or prevents the Closing pursuant to this Agreement;*
and
- b) *the shareholders' meeting of the Beneficiary shall have duly approved the Shares Contribution Agreement and the issuance of the REWORLD MEDIA Issued Shares in exchange for the Contribution;*
and
- c) *the delivery of the Appraisal Reports unreservedly,*

A défaut de réalisation des conditions suspensives le 30 juin 2020 au plus tard, l'Apport serait considéré comme nul et non avenue, sans indemnité de part et d'autre et il serait pris toutes mesures afin de remettre les Parties dans la situation qui était la leur avant la signature du Traité d'apport.

2. DILIGENCES ET APPRECIATION DE LA VALEUR DE L'APPORT

2.1. Diligences accomplies

Ma mission a pour objet d'éclairer les actionnaires de Reworld Media sur la valeur de l'apport et de vérifier que la valeur d'apport n'est pas surévaluée.

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. Mon rapport ne peut être utilisé dans ce contexte.

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

Dans ce cadre, j'ai 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 Tradedoubler et à l'opération elle-même ;
- pris connaissance des protocoles de cession signés respectivement en date du 17 février 2020 et du 3 avril 2020 conclus entre les parties ;
- examiné le traité d'apport et ses annexes ;
- pris connaissance de l'activité et du marché sur lequel est positionné le groupe Tradedoubler ;
- examiné les informations financières historiques de Tradedoubler et de ses filiales à partir des comptes arrêtés au 31 décembre 2019 ;
- vérifié que les opinions émises par les auditeurs légaux correspondent à une certification sans réserve et permettent de confirmer que les derniers états financiers ne contiennent pas d'anomalies significatives ;
- examiné les projections financières de Tradedoubler établies par le management et utilisées à la fois pour le test de valeur des actifs incorporels figurant dans les comptes consolidés du groupe Tradedoubler, et pour le test de ceux figurant dans les comptes consolidés du groupe Reworld Media ;
- discuté de la pertinence des hypothèses retenues ainsi que des données structurantes ;
- apprécié la pertinence des approches d'évaluation de Tradedoubler retenues par les parties et analysé les paramètres utilisés ;
- 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 ;

- vérifié l'absence de faits ou d'événements, autre que la crise liée au Covid 19, intervenus entre le 31 décembre 2019 et le jour de la signature du présent rapport, susceptibles de remettre en cause la valeur des apports ;
- obtenu une lettre d'affirmation des dirigeants de Tradedoubler, qui m'ont confirmé les éléments significatifs utilisés dans le cadre de ma mission.

2.2. Réalité de l'apport

Dans le cadre de mes travaux, je me suis assuré de la pleine propriété par les apporteurs des titres objets du présent apport. Il m'a été confirmé que ces titres étaient libres de tout engagement.

2.3 Appréciation de la méthode de valorisation de l'apport et de sa conformité à la réglementation comptable

Aux termes du contrat d'apport, les parties sont convenues de retenir la valeur réelle en tant que valeur d'apport.

En l'espèce, l'économie générale de la présente opération d'apport de titres s'assimile à une opération à l'endroit d'apport isolée réalisée entre des personnes physiques et une société.

Par conséquent, le principe de retenir la valeur réelle de l'apport est justifié et n'appelle pas de commentaire de ma part.

2.4 Appréciation de la valeur de l'apport

2.4.1. Appréciation de la valeur individuelle de l'apport

La valeur de l'apport s'élève à un total de 2.075.133,06 euros.

L'appréciation de la valeur individuelle des apports ne trouve pas à s'appliquer à cette opération, s'agissant d'un apport de titres tous de même nature.

L'analyse porte donc sur la valeur globale de l'apport.

2.4.2. Appréciation de la valeur globale de l'apport

2.4.2.1 Appréciation de la méthode mise en œuvre par les parties

La valorisation de Tradedoubler et, plus particulièrement des actions apportées, a été conduite en recourant à la méthode d'évaluation décrites au paragraphe 1.3 ci-dessus.

Les parties ont initialement prévu, lors du protocole de cession du 17 février 2020, un prix de valorisation des apports de 0,50 € par action (5,28 SEK) correspondant au cours de l'action Tradedoubler au 14 février

2020, (0,29 € (3,07 SEK)), dernier jour de bourse précédant la signature du protocole, majoré d'une prime de 72%.

En définitive, compte tenu de la crise sanitaire du Covid 19, les parties ont décidé de retenir une décote de 23% de la valeur d'apport par rapport à celle préalablement arrêtée aux termes du protocole. Celle-ci s'établit ainsi à 0,39 € par action Tradedoubler (4,06 SEK). Il ressort de la valeur définitive d'apport une prime de 32% par rapport au cours de bourse au 14 février 2020.

Cette prime rapportée à l'ensemble des actions détenues par Reworld Media, avant l'opération d'apport, s'analyse de la manière suivante :

- sur la base du Protocole initial du 14 février 2020 :

Valorisation	Participation historique	Apport	Total
Cours de bourse au 14 février 2020	0,29 €	0,29 €	
Valorisation	5 355 649 €	1 543 048 €	6 898 697 €
Valorisation avec prime de majorité sur QP apportée	0,29 € 5 355 649 €	0,50 € 2 660 427 €	8 016 076 €
		Prime de contrôle	1 117 379 €
		Prime de contrôle	16%

- sur la base du traité d'apport

Valorisation	Participation historique	Apport	Total
Cours de bourse au 14 février 2020	0,29 €	0,29 €	
Valorisation	5 355 649 €	1 543 048 €	6 898 697 €
Valorisation avec prime de majorité sur QP apportée	0,29 € 5 355 649 €	0,39 € 2 075 133 €	7 430 782 €
		Prime de contrôle	532 085 €
		Prime de contrôle	8%

Cette prime de contrôle apparait comme justifiée, en effet :

- ✓ elle résulte d'une négociation entre parties indépendantes,
- ✓ elle reflète le fait que la Bénéficiaire détiendra plus de 50% du capital et des droits de vote après la réalisation de cette opération,
- ✓ une prime de contrôle de 16% est cohérente au regard des pratiques habituellement observées (montant compris entre 10% et 25%),

Le taux de 8%, calculé sur la base de la valeur d'apport ramenée à 0,39 €, est la résultante de la baisse des cours par rapport au 14 février 2020. Calculée au 6 avril 2020, par rapport à un cours de bourse de l'action Tradedoubler de 0,19 €, la prime de contrôle ressort, sur la base des cours à cette date, à 24%, ce qui reste cohérent avec les habitudes du marché.

2.4.2.2 Appréciation de la valeur d'apport

Dans le cadre d'une approche multicritère des valorisations, j'ai mis en œuvre les calculs nécessaires pour apprécier la pertinence de la valeur d'apport retenue par les parties.

Les approches suivantes ont été écartées :

- l'actif net comptable n'a pas été retenu dans la mesure où il ne prend pas en compte le potentiel de développement de la société Tradedoubler.
- l'actif net réévalué est surtout pertinent dans le cas de holdings ou de sociétés présentant un patrimoine ayant une valeur historique inscrite au bilan très en deçà de sa valeur de réalisation économique. Cette approche est donc inadaptée au regard de l'activité de Tradedoubler qui peut être appréciée de façon plus pertinente par une approche intrinsèque ;
- 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 Tradedoubler ne prévoit pas le versement de dividendes ;
- il n'a pas été fait référence à des cours cibles des analystes de cotations des actions de la société Tradedoubler en l'absence d'un panel d'analystes suivant de manière régulière la valeur des actions Tradedoubler ;
- la méthode des transactions comparables a été écartée en l'absence d'informations disponibles permettant de constituer un échantillon significatif de transactions récentes dans le secteur.

Les méthodes d'évaluation que j'ai privilégiées sont les suivantes :

- un examen des cours de bourse historique de l'action Tradedoubler
- une approche intrinsèque par l'actualisation des flux de trésorerie disponibles,
- des approches analogiques ayant pour référence les multiples des comparables boursiers,

En outre, j'ai effectué des tests de sensibilité pour chacune des méthodes.

S'agissant de l'endettement financier net, j'ai retenu une situation de dette financière nette au 31 décembre 2019 (Cash et équivalent – dettes financières) majorée des dettes financières attachées au « lease ».

Contexte de la crise sanitaire du Covid 19 :

La crise du Covid 19 est venue perturber, d'une façon générale, les données financières utilisées dans les calculs d'appréciation de la valeur des apports.

Ainsi, dans l'immense majorité des cas, il est très difficile d'établir un business plan et encore moins une valorisation dans l'environnement actuel.

Il est très compliqué d'utiliser les comparables boursiers comme référentiels compte tenu de l'extrême volatilité des marchés. Les comparables transactionnels depuis le début de la crise sont inexistants puisqu'il n'y a pas de deals.

Dans ce contexte très particulier, il m'est apparu que la démarche à retenir était :

- d'apprécier la valeur des actions apportées à la date initiale du protocole d'accord signé entre les parties le 17 février 2020, avant crise sanitaire,
- de vérifier que la situation financière de la société ne remettait pas en cause sa continuité d'exploitation,
- d'apprécier la décote forfaitaire apportée par les parties à la valeur des actions Tradedoubler, pour tenir compte de la crise.

(I) EVALUATION PAR LA METHODE DES COURS DE BOURSE

J'ai examiné l'évolution du cours de bourse historique de l'action Tradedoubler :

- ✓ au 14 février 2020, dernier cours disponible avant la signature des accords entre les parties
- ✓ au 9 mars 2020 afin de suivre les évolutions observées postérieurement à l'accord des parties mais avant les conséquences boursières de la crise sanitaire,
- ✓ sur des moyennes de cours pondérées des volumes échangés sur des périodes plus ou moins longues à partir de ces deux dates.

J'ai intégré à mes calculs une prime de 72% initialement affectée aux actions apportées, ce qui revient à faire ressortir une prime de contrôle cohérente avec les pratiques de marché (cf. paragraphe 2.4.2.1).

Selon cette approche, la valeur qui ressort de l'ensemble de mes analyses, incluant des cours moyens sur des périodes de 1 à 6 mois, est comprise entre :

- ✓ 2.677 K€ (0,50 € par action) et 2.840 K€ (0,53 € par action) sur la base des cours de bourse au 14 février 2020,
- ✓ 2.582 K€ (0,49 € par action) et 2.786 K€ (0,52 € par action) sur la base des cours au 9 mars 2020.

Ces valeurs encadrent la valeur d'apport initiale et ressortent supérieures à la valeur définitive des actions apportées, 2.075 K€ (0,39 € par action).

(II) EVALUATION PAR LA METHODE DES FLUX PREVISIONNELS DE TRESORERIE

Cette méthode consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'une entreprise par l'actualisation des flux financiers issus d'un plan prévisionnel à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité du marché vis-à-vis de l'entreprise, en tenant compte d'une valeur de sortie à l'horizon de ce plan.

Dans ce cadre, j'ai retenu les projections financières de Tradedoubler établies par le management pour les tests de valeur du groupe Reworld Media pour la période 2020 – 2024.

La valeur terminale, correspondant à la valeur de l'entreprise à l'issue de cet horizon, a été calculée sur la base du flux de trésorerie jugé normatif, actualisé à l'infini¹.

Cette approche m'a permis d'apprécier la valeur de Tradedoubler dans son mode de fonctionnement actuel. Mon étude a été complétée par des analyses de sensibilité, notamment au taux d'actualisation et à la croissance attendue.

Ainsi, en tenant compte des prévisions d'activité de Tradedoubler en 2020 et en projetant sur les 4 années suivantes, soit jusqu'en 2024, la méthode des flux prévisionnels de trésorerie aboutit, à une valeur des actions apportées comprise entre 2.714 K€ (0,51 € par action) et 3.458 K€ (0,65 € par action).

Ces valeurs ressortent supérieures à la valeur d'apport initiale et à la valeur définitive d'apport des actions.

(III) EVALUATION PAR LA METHODE DES COMPARABLES BOURSIERS

Le recours à cette méthode consiste à déterminer, sur la base du cours de bourse de sociétés évoluant sur un secteur d'activité identique, un coefficient multiplicateur permettant de déterminer une valeur d'entreprise. J'ai identifié un échantillon de sociétés cotées comparables dans le secteur des médias². Les multiples issus de cet échantillon ont été appliqués aux agrégats financiers 2020, 2021 et 2022 représentatifs de l'activité et de la rentabilité de Tradedoubler. L'EBITDA³ a été retenu comme indicateur le plus pertinent.

Cette approche valorise les titres apportés dans une fourchette de 2.660 K€ (0,50 € par action) et 3.746 K€ (0,70 € par action).

Ces valeurs encadrent la valeur d'apport initiale et ressortent supérieures à la valeur définitive des actions apportées.

Analyse de la situation financière de la société

Le financement de la société Tradedoubler est assuré par des avances octroyées par la société Reworld Media. La maturité de la dette s'étale jusqu'en 2026. Il n'existe pas de covenants.

Le management a confirmé dans une lettre en date du 6 avril 2020 que, même s'il n'était pas possible de chiffrer précisément les impacts de cette crise sanitaire, celle-ci n'était pas susceptible de remettre en cause la continuité d'exploitation de la société.

¹ Taux actualisation Tradedoubler = 0,58% (OAT 10 ans moyen sur 5 ans) + à 1,27 (béta économique)*8,96% (prime de risque marché actions Suède) = 11,9%.

² Sociétés composant l'échantillon Tradedoubler : Cliq Digital AG, ValueCommerce Co Ltd, Date Respons ASA.

³ Les EBITDA ressortent du plan prévisionnel « stand alone » mentionné au 2.4.2.2(II) intégrant les données 2020.

3. SYNTHÈSE

en millier d'euros

Methode	Valeur de l'apport avant crise sanitaire		Valeur de l'apport après début crise sanitaire	
	Valeur Apport en K€	Valeur/action en €	Valeur Apport en K€	Valeur/action en €
Valeur d'apport retenue par les parties	2 660 K€ soit 0,50 € par action		2 075 K€ soit 0,39 € par action	
Evaluation par les cours de bourse	2 582	0,49	2 840	0,53
Evaluation par les flux prévisionnels de trésorerie	2 714	0,51	3 458	0,65
Evaluation par des comparables boursiers	2 660	0,50	3 746	0,70

Les différentes approches de valorisation menées par mes soins encadrent la valeur d'apport des titres Tradedoubler appréciée « avant crise sanitaire » telle que prévue au premier protocole d'accord du 17 février 2020.

Ces analyses ont été effectuées à partir des dernières données financières disponibles avant effet de la crise du Covid 19. Les parties estiment que les impacts de cette crise ne sont pas directement quantifiables à ce stade.

Néanmoins, il ne semblait pas réaliste aux parties d'occulter la situation actuelle. Par conséquent, elles ont décidé d'appliquer une décote forfaitaire de 23% sur les valorisations initialement prévues dans le protocole du 17 février dernier et ont retenu une valeur définitive d'apports de 2.075 K€, soit 0,39 € par action.

Cette décision des parties m'apparaît nécessaire et cohérente. En effet, :

- ✓ le contexte de crise sanitaire et ses conséquences économiques conduiront irrémédiablement, même si les effets ne sont pas aujourd'hui mesurables, à une baisse générale des projections des performances des entreprises à court terme, voir à moyen terme,
- ✓ le taux de décote retenu est en ligne avec la baisse des cours de l'action Tradedoubler observée entre le 10 mars 2020 et le 6 avril 2020 (-22,5%). Toutefois, l'appréciation de cette décote sur la base de l'évolution des cours de bourse de l'action Tradedoubler reste de signification limitée eu égard à la volatilité des marchés et aux faibles volumes de titres Tradedoubler échangés,
- ✓ la valeur d'apport des actions à 0,39 €, appréciée par la méthode des flux prévisionnels de trésorerie, correspond, toute chose restant égale par ailleurs, soit à :
 - l'utilisation d'un taux implicite d'actualisation de 13,8% soit près de 2 points de risque supplémentaire par rapport à celui ressortant de nos analyses, avant crise sanitaire du Covid 19,
 - une réduction de près de 30% du volume d'EBITDA généré sur la durée du plan de prévisions 2020-2024.

Au regard des cash-flows prévisionnels du plan, cette correction permet d'absorber les conséquences de la crise au-delà des seules années 2020 et 2021 et apparaît cohérente et prudente.

L'apport des titres Tradedoubler s'inscrit dans une dynamique qui consolide la valeur des titres déjà en portefeuille par le franchissement effectif du seuil de 50%. Il contient donc une prime de contrôle, au-delà de la seule appréciation des flux financiers futurs ramenés au pourcentage du capital acquis par l'apport. Cette situation me paraît être de nature à conforter la valeur d'apport et à en justifier la valeur, ce compris dans un contexte de dégradation des marchés du fait de la situation liée au Covid 19.

A l'issue de mes travaux, je n'ai pas d'observation à formuler sur la valeur de l'apport.

4. CONCLUSION

Sur la base de mes travaux et à la date du présent rapport, je suis d'avis que la valeur de l'apport s'élevant à 2.075.133,06 euros n'est pas surévaluée et, en conséquence, qu'elle est au moins égale au montant de l'augmentation de capital de la société bénéficiaire de l'apport, majorée de la prime d'apport.

Fait à Paris, le 7 avril 2020

Le commissaire aux apports



Alain AUVRAY