

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 REMUNERATION 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 REMUNERATION 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 rémunération des apports prévu par l'article L. 236-10 du Code de commerce. Notre appréciation sur la valeur des apports fait l'objet d'un rapport distinct.

La rémunération de l'apport résulte du rapport d'échange qui 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 un avis sur le caractère équitable de ce rapport d'échange.

À 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 d'une part, à vérifier que les valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés participant à l'opération sont pertinentes et, d'autre part, à analyser le positionnement du rapport d'échange par rapport aux valeurs relatives jugées pertinentes.

Notre mission sur l'appréciation de la parité et de la rémunération 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.
2. Vérification de la pertinence des valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés participant à l'opération.
3. Appréciation du caractère équitable du rapport d'échange proposé.
4. Conclusion.

1. PRESENTATION DE L'OPERATION

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 recélant 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/>
SOIT UN ACTIF NET APPORTÉ DE	9.041.057 €

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^{er} 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^{er} 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 extraordinaire 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. VERIFICATION DE LA PERTINENCE DES VALEURS RELATIVES ATTRIBUEES AUX ACTIONS DES SOCIETES PARTICIPANT A L'OPERATION

2.1. Présentation de la parité retenue par les parties

Pour déterminer le nombre d'actions à émettre par REWORLD MEDIA en rémunération des apports effectués par SPOREVER, les parties ont procédé à une comparaison de la valeur réelle par action de chacune des deux sociétés.

Cette démarche a été mise en œuvre selon une approche multicritère d'évaluation des sociétés concernées, telle que décrite en Annexe 3 du traité de fusion.

La valorisation de chacune des deux sociétés a été réalisée en privilégiant trois méthodes :

- ✓ l'approche par les cours de bourse ;
- ✓ la comparaison des valorisations obtenues par la méthode d'actualisation des flux de trésorerie futurs sur la base des prévisions établies par chacune des sociétés ;
- ✓ la valorisation par référence aux multiples boursiers sur les sociétés cotées comparables ;

Les parties ont écarté de leurs analyses les approches par l'actif net comptable, la méthode d'actualisation des dividendes, la référence à des cours cibles des analystes et la méthode des transactions comparables dans le secteur.

La mise en œuvre des méthodes de valorisation mentionnées ci-dessus conduit à une parité de 1 action SPOREVER pour 0,50 action REWORLD MEDIA, calculée sur la base du seul rapprochement des valeurs relatives de chacune des sociétés.

2.2. Diligences accomplies

Notre mission, prévue par la loi, ne relève ni d'une mission d'audit ni d'une mission d'examen limité. Elle n'a donc pour objectif ni de formuler une opinion sur les comptes, ni de procéder à des opérations spécifiques concernant le respect du droit des sociétés. Elle ne saurait être assimilée à une mission de « *due diligence* » effectuée pour un prêteur ou un acquéreur et ne comporte pas tous les travaux nécessaires à ce type d'intervention.

Nous avons effectué les diligences que nous avons estimé nécessaires par référence à la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes afin d'apprécier la rémunération des apports et notamment la pertinence des valeurs relatives attribuées aux titres des sociétés participant à l'opération et le positionnement du rapport d'échange par rapport aux valeurs relatives jugées pertinentes.

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 ;
- pris connaissance de l'activité et du marché sur lequel sont positionnées les deux sociétés et leurs filiales ;
- examiné le traité de fusion et ses annexes ;
- examiné les informations financières historiques des deux sociétés et vérifié que les opinions émises par les commissaires aux comptes correspondent à des avis sans réserve et permettent d'avoir l'assurance que les derniers états financiers ne contenaient pas d'anomalies significatives ;
- examiné les plans prévisionnels de REWORLD MEDIA et SPOREVER établis par le management respectif des deux groupes et discuté de la pertinence des hypothèses retenues, notamment afin de nous assurer du caractère homogène de ces hypothèses et des données structurantes pour les deux groupes ;
- pris connaissance des travaux de détermination des valeurs relatives retenues par les parties ;
- pris connaissance des travaux d'évaluation menés par l'évaluateur-conseil des sociétés ;
- apprécié la pertinence des approches retenues et des paramètres utilisés ;
- mis en œuvre des méthodes alternatives ou complémentaires de valorisation et réalisé des tests de sensibilité du rapport d'échange pour chacune des approches de valorisation en fonction de critères jugés pertinents ;
- obtenu une lettre d'affirmation de la part des dirigeants pour chacune des sociétés concernées par l'opération qui nous ont confirmé les éléments significatifs utilisés dans le cadre de notre mission.

2.3 Appréciation de la pertinence des valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés participant à l'opération

L'appréciation des valeurs relatives attribuées, par les parties, aux actions des sociétés participant à l'opération appelle, de notre part, les observations suivantes :

- les méthodes de valorisation retenues par les parties pour la détermination de la valeur réelle des actions sont usuelles et adaptées au regard de l'activité des sociétés concernées, de leur taille et de leur structure financière ;
- dans le cadre de notre analyse nous avons souhaité étendre les critères afin de déterminer la sensibilité du rapport d'échange à des paramètres connexes.

Les évaluations complémentaires menées par nos soins, telles que détaillées ci-après § 2.3.1 à § 2.3.2, sont exclusivement destinées à déterminer les valeurs relatives des entités pour apprécier la parité proposée par les parties.

Dès lors, nous avons écarté les approches d'évaluation qui ne peuvent être mises en œuvre de façon homogène ou cohérente pour les sociétés REWORLD MEDIA et SPOREVER.

Dans ce cadre, les approches suivantes ont été jugées inadaptées :

- l'actif net comptable, 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 REWORLD MEDIA et SPOREVER n'ont pas distribué de dividendes depuis plusieurs exercices et ne prévoient 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 la valeur des actions SPOREVER.

Concernant, REWORLD MEDIA, seuls deux analystes interviennent. Les cours cibles qu'ils identifient sont cohérents avec les valeurs que nous retenons dans la méthode analogique par référence aux comparables boursiers.

- la méthode des transactions comparables n'a pas été mise en œuvre à défaut d'identification d'informations disponibles pertinentes.

2.3.1. 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.

Nous avons estimé au 31 décembre 2016 la trésorerie nette de REWORLD MEDIA et de SPOREVER, à partir des comptes consolidés de SPOREVER et de REWORLD MEDIA au 31 décembre 2016.

REWORLD MEDIA :

Le nombre d'actions composant le capital social de REWORLD MEDIA retenu intègre les effets dilutifs attachés aux actions gratuites de préférence, les BSPCE et les obligations convertibles en actions.

Nombre d'actions REWORLD MEDIA dilué		
Date	Opération	Nbre d'actions
31.12.2016		31 929 339
	Actions gratuites	899 700
	BSPCE	4 258 016
	Obligations convertibles en Actions	1 394 058
Nombre d'actions REWORLD MEDIA dilué		38 481 113

La trésorerie nette au 31 décembre 2016 a été majorée de l'entrée de cash liée à l'exercice des BSPCE au prix de 0,42 €, soit un montant de 1,79 M€. Les emprunts obligataires convertibles de REWORLD MEDIA n'ont pas été intégrés dans les dettes financières.

SPOREVER

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'actions. 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 pas 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.

La trésorerie nette a été minorée de la valeur des actions détenues en autocontrôle affectées au plan d'actions gratuites et majorée de l'entrée de cash liée à la cession réalisée d'une partie des actions d'autocontrôle.

2.3.2. Approches d'évaluation privilégiées

Les méthodes d'évaluation privilégiées par nous-mêmes et adaptées à l'activité des deux groupes 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 prévisionnels¹ 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 des valeurs relatives attribuées aux titres des sociétés participant à l'opération et le caractère équitable du rapport d'échange.

2.3.2.1. Cours de bourse – valeur des transactions

Nous avons examiné l'évolution des cours de bourse historiques des actions REWORLD MEDIA et 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 des deux sociétés sur le marché depuis le 1^{er} janvier 2017 reste limité mais est toutefois suffisamment représentatif pour permettre une valorisation des sociétés, en privilégiant la durée et le cours spot au 13 mars 2017². De plus, il est prévu à l'issue de cette opération un transfert des actions REWORLD MEDIA sur le compartiment « offre au public » sur le marché Alternext, tel que précisé au paragraphe 7 du traité de fusion.

Selon cette approche, la parité qui ressort de l'ensemble de nos analyses, est comprise entre **0,52** et **0,81** action REWORLD MEDIA pour 1 action SPOREVER. Nos analyses incluent les cours moyens sur des périodes de 1 à 6 mois et SPOT au 13 mars 2017.

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

² Cours moyen 6 mois : parité : 0,81, Cours moyen 3 mois : parité : 0,75, Cours moyen 1 mois : parité : 0,65, Cours spot 13 mars 2017 : parité : 0,52.

2.3.2.2. 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 des groupes REWORLD MEDIA et SPOREVER, en nous assurant de la similitude des principes d'élaboration et de l'homogénéité des hypothèses retenues. Notre revue des plans prévisionnels 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 importants liés au caractère capitalistique des activités des deux groupes.

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. Le plan prévisionnel de la société REWORLD MEDIA a été construit d'une manière homogène sur la même durée.

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 normatif³ actualisé à l'infini à l'aide de la formule de Gordon-Shapiro.

Les taux retenus pour actualiser les flux de trésorerie ont été déterminés sur la base de paramètres de marché en tenant compte du niveau de risque des deux activités.

Selon cette approche, la parité qui ressort de l'ensemble de nos analyses de sensibilité est comprise entre **0,50** et **0,57** action REWORLD MEDIA remise en rémunération d'une action SPOREVER.

2.3.2.3. 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 REWORLD MEDIA et SPOREVER. Les coefficients ainsi obtenus ont été minorés d'une décote de taille estimée à 20% pour la seule société SPOREVER au regard de la taille des sociétés comparables retenues dans le panel.

³ (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 des deux groupes).

Nous avons retenu comme indicateur le chiffre d'affaires⁴ et l'EBITDA projetés aux 31 décembre 2017 et 2018, en considérant les coefficients médians de nos échantillons⁵. Ce sont les indicateurs les plus couramment utilisés dans la mesure où ils ne sont pas affectés par des politiques d'investissements sur les premières années de développement.

Sur cette base, le rapport d'échange s'établit entre **0,41** et **0,58** action REWORLD MEDIA émise en rémunération d'une action SPOREVER.

⁴ Le nombre significatif des EBITDA négatifs ressortant de l'échantillon rend cet indicateur inopérant.

⁵ Sociétés composant l'échantillon SPOREVER : Havas, Lagardère, NRJ Group, Solocal Group, Axel Springer, M6, Tamedia Ltd. Sociétés composant notre échantillon REWORLD MEDIA : 1000mercis, Antevenio, Concoursmania, Hi media, Schibsted, Netgem.

3. APPRECIATION DU CARACTERE EQUITABLE DU RAPPORT D'ECHANGE PROPOSE

3.1. Méthodes retenues par les parties pour déterminer la rémunération des apports

Les parties ont retenu les méthodes suivantes (i) analyse du cours de bourse, (ii) analyse des valorisations obtenues par actualisation des flux futurs de trésorerie, (iii) analyse des multiples boursiers de sociétés cotées comparables.

L'application de ces méthodes conduit à une parité de 0,50 action REWORLD MEDIA pour 1 action SPOREVER.

3.2. Diligences effectuées

Nous avons effectué les diligences que nous avons estimé nécessaires selon la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes pour apprécier le caractère équitable du rapport d'échange proposé et de la rémunération induite.

En particulier, nous nous sommes appuyés sur les travaux précédemment décrits § 2.3. au niveau des sociétés REWORLD MEDIA et SPOREVER pour :

- vérifier la pertinence des valeurs relatives attribuées par les parties à chacune des sociétés participant à l'opération ;
- étendre les critères de détermination de ces valeurs relatives.

3.3. Appréciation du caractère équitable du rapport d'échange proposé

Nous avons apprécié le caractère équitable de la rémunération des apports en appliquant des méthodes d'évaluation homogènes pour les groupes REWORLD MEDIA et SPOREVER.

La fourchette de parité qui résulte de ces calculs, reprise dans le tableau ci-après, ne présente pas de divergence significative par rapport à la parité déterminée par les parties.

Les approches d'évaluation qui nous paraissent les plus pertinentes et les plus homogènes pour évaluer les sociétés REWORLD MEDIA et SPOREVER sont (i) les cours de bourse de chaque société, (ii) l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie (DCF), (iii) la comparaison avec un échantillon de sociétés cotées comparables avec comme indicateur le chiffre d'affaires (CA) et l'EBITDA projetés 2017-2018 :

Parité REWORLD / SPOREVER

*Méthodes privilégiées*Parité Reworld Media /
Sporever

Parité retenue par les parties	0,50	
DCF	0,50	0,57
Comparables CA	0,41	0,47
Comparables EBITDA	0,42	0,58
Cours de bourse SPOREVER vs Cours de bourse REWORLD MEDIA	0,52	0,81

Suivant les critères, nous observons une fourchette de parité comprise entre 0,41 et 0,81 action REWORLD MEDIA émise en rémunération d'une action SPOREVER qui dès lors encadre la parité de 0,50 issue du rapprochement des valeurs relatives de chaque société retenues par les parties.

Seule la parité calculée à partir des cours de bourse s'inscrit dans une fourchette légèrement défavorable aux actionnaires de SPOREVER. Il en est de même sur les deux cours spot aux 11 et 12 avril 2017 dont il ressort des parités respectives de 0,60 et 0,52 action REWORLD MEDIA pour une action SPOREVER.

Cette situation nous paraît néanmoins acceptable dans la mesure où l'opération permet aux actionnaires de SPOREVER d'intégrer une société d'une taille plus significative et aux activités plus diversifiées.

4. CONCLUSION

Sur la base de nos travaux, nous sommes d'avis que le rapport d'échange de 0,50 action REWORLD MEDIA pour 1 action SPOREVER, arrêté par les parties, présente un caractère équitable.

Fait à Paris, le 13 avril 2017

Le commissaire à la fusion



Alain AUVRAY