

Rapport du commissaire à la Fusion sur la rémunération des apports

Mesdames, Messieurs les actionnaires ou associés des sociétés Net Média Group SAS et Makheia Group SA,

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 21 octobre 2022, concernant la fusion par voie d'absorption de la société Netmedia Group SAS par la société Makheia Group SA, nous avons établi le présent rapport sur la rémunération des apports prévu par l'article L. 236-10 du code de commerce, étant précisé que notre appréciation sur la valeur des apports fait l'objet d'un rapport distinct.

La rémunération des apports résulte du rapport d'échange, qui a été arrêté dans le projet de traité de fusion signé par les représentants des sociétés concernées en date du 4 novembre 2022. Il nous appartient d'exprimer un avis sur le caractère équitable de ce rapport d'échange. À cet effet, nous avons effectué nos diligences selon la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes applicable à cette mission. 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 prenant fin avec le dépôt du rapport, il ne nous appartient pas de le mettre à jour le présent rapport pour tenir compte des faits et circonstances postérieurs à sa date de signature.

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

1. Présentation de l'opération et description de l'apport
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. Synthèse – points clés
5. Conclusion.

1. PRÉSENTATION DE L'OPERATION

1.1. Contexte et objectif de l'opération

L'objectif de l'opération de fusion par absorption de Netmedia Group par Makheia Group est de créer un nouveau leader français des media BtoB, de la communication et du content marketing.

Cette opération fait suite à l'entrée de Netmedia Group au capital de Makheia Group, intervenue mi-septembre 2022. Pour rappel, Netmedia Group a acquis un bloc de 10.071.812 titres, soit 20% du capital de Makheia Group, ainsi que la dernière tranche des obligations convertibles détenues par Isatis Capital.

Les actions de la société Makheia Group resteront admises aux négociations sur le marché Euronext Growth.

A l'issue de la fusion envisagée les actionnaires actuels de Makheia Group et de Netmedia Group détiendront respectivement 13,19% et 83,51% du capital de Makheia Group. Les 20% du capital de Makheia Group détenu préalablement à la fusion envisagée par Netmedia Group deviendront des actions auto-détenues à hauteur de 3,30% du capital post-fusion.

C'est dans ce contexte que s'inscrit la fusion-absorption par Makheia Group de la société Netmedia Group.

1.2. Présentation des sociétés et des parties et intérêts en présence

1.2.1. Société absorbante

Makheia Group, SA à conseil d'administration au capital de €5.035.445 ayant son siège social au 251 Boulevard Pereire, 75017 Paris, immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 399 364 751. Son capital, composé de 50.354.459 actions, entièrement libérées et d'une valeur nominale de 10 centimes d'euro. Un droit de vote double est conféré à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative depuis deux ans au moins au nom du même actionnaire.

Les actions de Makheia Group sont admises aux négociations sur Euronext Growth Paris sous le code ISIN FR0000072993.

1.2.2. Société absorbée

Netmedia Group, SAS au capital de €31.219 ayant son siège social au 98 rue du château, 92100 Boulogne-Billancourt. Son capital, composé de 31.219 actions toutes de même catégorie, entièrement libérées et d'une valeur nominale de 1 euro.

Préalablement à la réalisation de la fusion, il est prévu de procéder à une réduction du capital de 2.000 euros, qui correspond aux 2.000 actions auto-détenues par Netmedia Group. La réduction portera sur la diminution du nombre d'actions d'une valeur nominale de 1 euro. A l'issue de cette réduction de capital, le capital de Netmedia Group s'élèvera à 29.219 euros, composé de 29.219 actions d'une valeur nominale de 1 euro.

1.2.3 Liens entre les sociétés concernées

A la date du projet de traité de fusion, les sociétés concernées sont sous contrôle distinct.

La société absorbée Netmedia Group détient, à la date du projet de traité de fusion, 10.071.812 actions de la société absorbante Makheia Group représentant 20% du capital de la société.

1.3. Description de l'opération

1.3.1. Caractéristiques essentielles des apports

Les modalités de réalisation de l'opération sont exposées, de façon détaillée, dans le projet de traité de fusion-absorption.

Elles peuvent se résumer comme suit.

1.3.1.1. Régime fiscal applicable à l'opération

Le régime fiscal applicable à la présente opération est présenté dans le projet de traité de fusion en son article 6 :

- en matière d'impôt sur les sociétés, la fusion est réalisée sous le régime de faveur prévu par l'article 210 A du CGI ;
- conformément aux termes de l'article 816 du Code Général des Impôts, les droits d'enregistrement de l'opération seront gratuits.

1.3.1.2. Date d'effet de la fusion

Sur les plans comptable et fiscal, l'opération prendra effet rétroactivement au 1^{er} janvier 2022. Ainsi, le résultat de toutes les opérations réalisées par la société absorbée à compter de cette date jusqu'à la date de réalisation de la fusion sera exclusivement à la charge ou au profit de la société absorbante.

1.3.1.3. Date de réalisation de l'apport

La propriété de l'ensemble des actifs de la société absorbée sera transmise à la société absorbante à la date de réalisation de la fusion. La date de réalisation est la date à laquelle sera levée la dernière des conditions suspensives stipulées à l'article 1.4 du projet de traité de fusion, résumées ci-après § 1.3.2.

1.3.2. Conditions suspensives

L'apport est soumis à la réalisation des conditions suspensives suivantes :

- approbation, par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de la société absorbée, du projet de traité de fusion, de l'opération de fusion et de la dissolution anticipée de la société ;
- approbation, par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de la société absorbante, du projet de traité de fusion, de l'opération de fusion et de l'augmentation de capital en résultant.

Si l'ensemble de ces conditions n'étaient pas levées le 31 décembre 2022 au plus tard, le projet de fusion serait considéré comme caduc de plein droit.

1.3.3. Description des apports

L'actif net apporté par la société absorbée Netmedia Group à la société absorbante Makheia Group s'élève à 41.459.563 euros.

En application du règlement CRC n° 2004-01 du 4 mai 2004 relatif au traitement comptable des fusions et opérations assimilées, s'agissant d'une fusion inversée entre sociétés sous contrôle distinct, les éléments d'actif et de passif devraient être apportés pour leur valeur nette comptable. Néanmoins et par dérogation, lorsque les apports doivent être évalués à la valeur nette comptable en application des règles prévues par les articles 743-1 et 743-2 du Plan Comptable Général et que l'actif net comptable apporté est insuffisant pour permettre la libération du capital, les valeurs réelles des éléments apportés doivent être retenues. Si l'actif net comptable apporté est insuffisant

mais néanmoins positif, cette dérogation ne s'applique qu'au seul cas d'apport à une entité ayant une activité préexistante, et ne peut pas s'appliquer en cas de création ex nihilo d'une entité ni en cas d'aménagement d'une entité préexistante.

Dans le cadre du projet de fusion, l'actif net comptable apporté est insuffisant pour permettre la libération du capital. Dès lors, les apports seront réalisés à leur valeur réelle déterminée par les parties à l'issue d'une analyse multicritère.

1.3.4. Rémunération des apports

Pour déterminer la rémunération de l'opération, les parties ont retenu les valeurs réelles de Netmedia Group et de Makheia Group.

En rémunération de l'apport, il sera émis 254.994.213 actions de Makheia Group, de 10 centimes d'euros de valeur nominale chacune, soit une augmentation de capital de 25.499.421,30 euros.

La différence entre l'actif net apporté, soit 41.459.563 euros, et le montant de l'augmentation de capital de Makheia Group, soit 25.499.421,30 euros, constituera une prime de fusion d'un montant de 15.960.141,70 euros.

Par suite de l'absorption de Netmedia Group, Makheia se trouvera recevoir 10.071.812 de ses propres actions qu'elle conservera en actions auto-détenues qui représenteront 3,30% du capital post-fusion.

2. VÉRIFICATION DE LA PERTINENCE DES VALEURS RELATIVES ATTRIBUÉES AUX ACTIONS DES SOCIÉTÉS PARTICIPANT À L'OPÉRATION

2.1. Diligences mises en œuvre par le commissaire à la fusion

Notre mission a pour objet d'éclairer les actionnaires de Makheia Group et de Netmedia Group sur les valeurs relatives retenues afin de déterminer le rapport d'échange et d'apprécier le caractère équitable de ce dernier. 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 par référence à la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes applicable à cette mission. Dans ce cadre, nous avons notamment :

pris connaissance du contexte et des objectifs de l'opération ;

- pris connaissance du contexte et des objectifs de la présente fusion ;
- eu des entretiens avec les responsables de l'opération, tant pour appréhender son contexte que pour en comprendre les modalités économiques, comptables, juridiques, fiscales et sociales dans lesquelles elle se situe ;
- examiné le projet de traité de fusion et ses annexes ;
- vérifié le respect de la réglementation comptable en vigueur en matière de valorisation des apports et notamment du règlement CRC n° 2004-01 ;
- contrôlé la réalité des apports et apprécié l'incidence éventuelle d'éléments susceptibles d'en affecter la propriété ;
- vérifié que les commissaires aux comptes avaient certifié sans réserve les comptes au 31 décembre 2021 des sociétés concernées par l'opération ;
- analysé le rapport émis par l'expert indépendant relatif à la valorisation des apports sur la base de leur valeur réelle.
- pris connaissance des plans d'affaires de Netmedia Group et de Makheia Group couvrant la période 2023-2031. Nous nous sommes entretenus avec les responsables concernés afin d'apprécier la pertinence des hypothèses structurantes retenues ;
- apprécié les critères d'évaluation de Netmedia Group et de Makheia Group au moyen notamment d'une approche intrinsèque par l'actualisation de ses flux prévisionnels de trésorerie et analysé la sensibilité de la valeur à différents paramètres en se fondant sur les indications recueillies auprès de nos interlocuteurs ;
- à titre de recoupement, mis en œuvre une évaluation de Netmedia Group et de Makheia Group par des méthodes analogiques à partir des multiples de résultats opérationnels observés sur des groupes cotés exerçant une activité comparable, d'une part, et des transactions comparables intervenues dans le secteur, d'autre part ;
- Comparer la valeur retenue de Netmedia Group dans le cadre du projet de fusion avec la valeur des actions émises par Netmedia Group au profit d'un fonds d'investissement lors de l'augmentation de capital approuvée pour l'assemblée générale extraordinaire du 21 octobre 2022.
- Comparer la valeur retenue de Makheia Group dans le cadre du projet de fusion avec la valeur des actions Makheia acquises mi-septembre 2022 par Netmedia Group et représentant près de 20% du capital de Makheia Group ;

- obtenu une lettre d'affirmation des dirigeants de Makheia Group et de Netmedia Group, qui nous ont confirmé les éléments significatifs utilisés dans le cadre de notre mission.

2.2. Méthode d'évaluation et valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés parties au projet de traité de fusion

Eu égard aux caractéristiques des sociétés impliquées dans l'opération, quatre approches de valorisation ont été examinées (trois pour Netmedia Group et quatre pour Makheia qui est une société cotée).

2.2.1. Évaluation par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie

Selon cette méthode, la valeur 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. Les flux sont actualisés 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 des prévisions.

Dans ce cadre, nous avons tenu compte d'hypothèses identiques pour les deux sociétés :

- d'une rentabilité des capitaux propres cohérente avec les principaux acteurs du secteur (12%) ;
- d'une croissance à l'infini de l'activité de 1,5% ;
- du taux d'impôt sur les sociétés en vigueur à la date d'émission de ce rapport ;
- de prévisions de chiffre d'affaires et de marges basées sur le budget 2022-2025, extrapolé jusqu'en 2031 pour calculer la valeur terminale.

Les prévisions utilisées ont été établies dans le contexte actuel du marché et en considérant le renouvellement systématique à leur échéance des contrats clients actuellement exploités, étant précisé que ces prévisions sont soumises aux aléas du marché (opportunités, conditions, etc.). Les taux utilisés pour actualiser les flux prévisionnels de trésorerie correspondent au coût moyen pondéré du capital. Ils sont calculés à partir des données du marché les plus récentes en matière de taux d'intérêt, de prime de risque du marché et du secteur, et des particularités de la structure financière des sociétés impliquées dans l'opération.

Par ailleurs, les valorisations incluent une valeur terminale obtenue en actualisant à l'infini un flux de trésorerie jugé normatif en fin de période de prévisions et tenant compte d'un taux de croissance arrêté en fonction des prévisions d'inflation.

2.2.2. Évaluation par comparaison avec un échantillon de sociétés cotées comparables

L'approche de valorisation par les comparables boursiers a consisté, sur la base des dernières données de marché disponibles, à valoriser les sociétés Netmedia Group et Makheia Group par référence à des multiples observés sur un échantillon de sociétés cotées comparables, en privilégiant les multiples portant sur la rentabilité (EBITDA et EBIT).

Nous avons calculé des ratios entre la capitalisation boursière des sociétés de l'échantillon et leurs principaux agrégats financiers (Chiffre d'affaires, EBITDA et EBIT). Nous avons appliqué la moyenne de ces ratios aux prévisions d'agrégats financiers de Netmedia Group tels qu'ils ressortent du budget 2022-2024.

2.2.3. Évaluation à partir de transactions comparables

Par décision de l'assemblée générale extraordinaire des associés de Netmedia Group du 21 octobre 2022, une augmentation de capital à hauteur 3.321 euros, soit près de 11%, au profit d'un fonds d'investissement a été approuvée. En appliquant le prix d'émission de ces actions à l'ensemble des titres de Netmedia Group, la valeur d'entreprise qui en ressortirait s'élève à 39.148.626 euros.

Parallèlement, Netmedia Group est entré au capital de Makheia Group mi-septembre 2022. Netmedia Group a acquis un bloc de 10.071.812 titres, soit 20% du capital de Makheia Group. En appliquant le prix d'acquisition de ces actions à l'ensemble des titres de Netmedia Group, la valeur d'entreprise qui en ressortirait s'élève à 8.060.000 euros.

Nous avons tenu compte de ces valorisations de Netmedia Group et Makheia Group dans notre approche, ces transactions étant très proches en termes de date à la fusion envisagée et ayant été effectuées à des conditions de marché.

2.2.4. Évaluation par référence au cours de bourse (Makheia Group uniquement)

Les actions de la société Makheia Group sont cotées sur le marché Euronext Growth Paris. Nous avons donc tenu compte de la capitalisation boursière de Makheia Group dans nos méthodes d'évaluation.

2.3. Critères d'évaluation écartés

Les approches d'évaluation suivantes ont été jugées inadaptées :

Actif net réévalué

L'actif net réévalué correspond à une réévaluation des données patrimoniales de la société (actifs et passifs) sur la base de leur valeur de marché. En l'absence d'actif identifié significatif et individuellement susceptible d'être réévalué, l'approche de l'actif net réévalué n'est pas adaptée.

Par ailleurs, Netmedia Group et Makheia n'ont pas une activité capitalistique. Leur valeur est principalement issue de leur exploitation qui ne peut être appréhendée que par les approches d'évaluation, présentées ci-avant.

Evaluation par les dividendes

Cette méthode repose sur le même principe que la méthode de l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie décrite au § 2.2.1., mais dans ce cas, les flux sont les dividendes versés historiquement au lieu des flux prévisionnels de trésorerie. Netmedia Group et Makheia Group sont des sociétés en croissance, dont l'historique de dividendes versés n'est pas représentatif du potentiel de croissance de ces sociétés.

2.4. Commentaires et/ou observations du commissaire à la fusion sur les évaluations exposées dans le projet de traité de fusion

Sur la base de nos travaux et à la date du présent rapport, nous sommes d'avis que les valeurs relatives des deux sociétés déterminées sur la base d'approches multicritères et présentées dans le projet de traité de fusion reflètent leur valeur réelle.

2.5. Appréciation des valeurs relatives

Le patrimoine de la société absorbée Netmedia Group comprend sa participation de 20% dans le capital de la société absorbante Makheia Group. Dès lors, les valeurs relatives retenues pour déterminer la parité de fusion sont partiellement liées pour les deux sociétés à la valeur attribuée aux actions de Makheia Group.

La valeur de cette quote-part de capital a été ajoutée à la valeur relative de Netmedia Group découlant des approches intrinsèques, soit pour un montant de 1.640.000 euros. Ce montant reflète 20% de la valorisation de la société absorbante, effectuée sur la base des méthodes d'évaluation multicritères décrites ci-avant, et qui correspond à la valeur de la société absorbante dans le calcul du rapport d'échange prévu dans le projet de traité de fusion.

3. APPRÉCIATION DU CARACTÈRE ÉQUITABLE DU RAPPORT D'ÉCHANGE

3.1. Rapport d'échange proposé par les parties

À la date de réalisation de la fusion, la société absorbée Netmedia Group détiendra 10.071.812 actions de la société absorbante Makheia Group, soit 20% de son capital.

Dans ce contexte, le rapport d'échange a été fixé en évaluant Makheia Group par transparence, en fonction du nombre d'actions de Makheia Group détenues par Netmedia Group et en tenant compte de l'opération de réduction de capital de Netmedia Group présentées ci-avant. La valeur par action de Makheia Group a ensuite été rapportée à la valeur par action de Netmedia Group.

3.2. Diligences mises en oeuvre par le commissaire à la fusion

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

En particulier, nous nous sommes appuyés sur les travaux précédemment décrits que nous avons mis en oeuvre à l'effet de vérifier la pertinence des valeurs relatives attribuées à chacune des sociétés participant à l'opération.

Nous avons apprécié le caractère équitable du rapport d'échange proposé par référence aux valeurs relatives ainsi déterminées.

3.3. Appréciation et positionnement du caractère équitable du rapport d'échange, commentaires et/ou observations éventuels

Les valeurs relatives arrêtées par le projet de traité de fusion tiennent comptes des spécificités des deux sociétés parties prenantes de l'opération, notamment en ce qui concerne leur structure financière et leur intensité capitalistique. Les valeurs relatives n'ont donc pas fait l'objet de retraitement pour le calcul du rapport d'échange.

Nous n'avons pas relevé d'élément susceptible de remettre en cause les valeurs retenues dans le projet de traité de fusion, qui ont été déterminées selon des critères de valorisation homogènes.

4. SYNTHÈSE – POINTS CLÉS

4.1. Diligences mises en œuvre

Pour apprécier les valeurs relatives des deux sociétés parties prenantes à l'opération, nous avons mis en œuvre une approche multicritères reposant sur quatre méthodes différentes :

- l'évaluation par comparaison avec des transactions comparables ;
- l'évaluation par les flux futurs de trésorerie ;
- l'évaluation par comparaisons boursières ;
- l'évaluation par référence au cours de bourse, uniquement pour la société absorbante Makheia Group, celle-ci étant cotée sur Euronext Growth paris.

4.2. Éléments essentiels ayant une incidence sur les valeurs et le rapport d'échange

Les valeurs relatives des deux sociétés prenant part à la fusion envisagée ont été déterminées par des méthodes usuelles pour des sociétés exerçant une activité dans les médias. Les valeurs retenues correspondent à une pondération des résultats obtenus par les différentes méthodes de valorisation. Ces pondérations conduisent à des valeurs d'actions très proches des prix d'émission / d'acquisition constatées lors des opérations récentes réalisées par les deux sociétés à des conditions de marché.

Les valeurs relatives arrêtées par le projet de traité de fusion tiennent comptes des spécificités des deux sociétés parties prenantes de l'opération. Les valeurs relatives n'ont donc pas fait l'objet de retraitement pour le calcul du rapport d'échange.

5. CONCLUSION

Sur la base de nos travaux et à la date du présent rapport, nous sommes d'avis que le rapport d'échange de 8.727 actions Makheia Group (société absorbante) pour 1 action Netmedia Group (société absorbée) arrêté par les parties présente un caractère équitable.

Versailles, le 4 novembre 2022

Le commissaire aux apports

Altermès S.A.S.

Matthieu Fournier Le Ray