

NOTE D'INFORMATION

PRESENTEE PAR



CONSEILLEE PAR

NOMURA

EN REPONSE A L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT DEPOSEE PAR

AS ONLINE BETEILIGUNGS GMBH

VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE SELOGER.COM



AUTORITÉ
DES MARCHÉS FINANCIERS

En application de l'article L.621-8 du code monétaire et financier et de l'article 231-26 de son règlement général, l'Autorité des marchés financiers a apposé le visa n°10-421 en date du 29 novembre 2010 sur la présente note en réponse. Cette note en réponse a été établie par la société SeLoger.com et engage la responsabilité de ses signataires. Le visa, conformément aux dispositions de l'article L.621-8-1 I du code monétaire et financier, a été attribué après que l'AMF a vérifié « si le document est complet et compréhensible, et si les informations qu'il contient sont cohérentes ». Il n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

En application des articles 231-19, 261-1 I 2°) et 261-1 II et suivants du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Finexsi, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente note en réponse.

La présente note en réponse est disponible sur les sites internet de la société SeLoger.com (www.groupe-seloger.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) et peut être obtenue sans frais auprès de :

SeLoger.com
216, avenue Jean Jaurès
75019 Paris, France

Banque Nomura France
7, place d'Iéna
75773 Paris Cedex 16

Les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la société SeLoger.com seront mises à la disposition du public dans les mêmes conditions la veille de l'ouverture de l'offre publique d'achat conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF.

1.	RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT D'AS ONLINE BETEILIGUNGS GMBH.....	3
2.	CONTEXTE DE L'OFFRE.....	3
3.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE LA SOCIETE	5
4.	INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE DE SELOGER.COM	18
5.	INTENTIONS DE LA SOCIETE SELOGER.COM RELATIVE AUX ACTIONS AUTO-DETENUES.....	18
6.	OBSERVATIONS DU COMITE D'ENTREPRISE DE SELOGER.COM	18
7.	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE.....	19
8.	ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE.....	19
8.1	STRUCTURE ET REPARTITION DU CAPITAL.....	19
8.2	RESTRICTIONS STATUTAIRES A L'EXERCICE DU DROIT DE VOTE ET AU TRANSFERT D' ACTIONS OU CLAUSES DES CONVENTIONS PORTEES A LA CONNAISSANCE DE LA SOCIETE EN APPLICATION DE L'ARTICLE L.233-11 DU CODE DE COMMERCE	20
8.3	PARTICIPATIONS DIRECTES ET INDIRECTES DANS SELOGER.COM.....	20
8.4	LISTE DES DETENTEURS DE TOUT TITRE COMPORTANT DES DROITS DE CONTROLE SPECIAUX ET DESCRIPTION DE CEUX-CI.....	20
8.5	MECANISMES DE CONTROLE PREVUS DANS UN EVENTUEL SYSTEME D'ACTIONNARIAT DU PERSONNEL QUAND LES DROITS DE CONTROLE NE SONT PAS EXERCES PAR CE DERNIER.....	20
8.6	ACCORDS ENTRE ACTIONNAIRES DONT LA SOCIETE A CONNAISSANCE ET QUI PEUVENT ENTRAINER DES RESTRICTIONS AU TRANSFERT D' ACTIONS ET A L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE.....	20
8.7	REGLES APPLICABLES A LA NOMINATION ET AU REMPLACEMENT DES MEMBRES DU DIRECTOIRE, DU CONSEIL DE SURVEILLANCE ET A LA MODIFICATION DES STATUTS DE SELOGER.COM	20
8.8	POUVOIRS DU DIRECTOIRE, EN PARTICULIER EN MATIERE D'EMISSION OU DE RACHAT DE TITRES.....	21
8.9	IMPACT D'UN CHANGEMENT DE CONTROLE SUR LES ACCORDS CONCLUS PAR LA SOCIETE	23
8.10	ACCORDS PREVOYANT DES INDEMNITES DE DEPART ET DE LICENCIEMENT POUR LES MEMBRES DU DIRECTOIRE OU LES SALAIRES, EN CAS DE DEMISSION, DE LICENCIEMENT SANS CAUSE REELLE ET SERIEUSE OU SI LEUR EMPLOI PREND FIN EN RAISON D'OFFRE PUBLIQUE	23
9.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	24
9.1	RAISONS DE LA DESIGNATION DE L'EXPERT INDEPENDANT.....	24
9.2	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT.....	24
10.	PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE.....	48

1. **Rappel des conditions de l'offre publique d'achat d'AS Online Beteiligungs GmbH**

En application du titre III du livre II et plus particulièrement des articles 232-1 et suivants du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, BNP Paribas, agissant pour le compte de la société AS Online Beteiligungs GmbH, contrôlée par Axel Springer AG¹, (l'« **Initiateur** » ou « **Axel Springer** ») a déposé auprès de l'AMF un projet d'offre publique d'achat, au prix de 34 €, visant les actions de la société SeLogger.com, société anonyme à Directoire et Conseil de surveillance, au capital de 3 329 360,60 €, dont le siège social est situé 216, avenue Jean Jaurès, 75019 Paris, France, immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 484 851 290 et dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment B de NYSE Euronext Paris sous le code ISIN FR0010294595 (« **SeLogger.com** » ou encore la « **Société** »). L'Offre vise la totalité des actions SeLogger.com non encore détenues directement et indirectement par l'Initiateur (l'« **Offre** »).

BNP Paribas garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF.

2. **Contexte de l'Offre**

Le dépôt de l'Offre fait suite à la publication, le 9 septembre 2010, d'un communiqué de presse par Axel Springer, dans lequel elle annonçait avoir conclu un accord (l'« **Accord** ») en vue d'acquérir une participation de 12,36 % dans le capital de SeLogger.com auprès des actionnaires suivants (les « **Cédants** ») :

- Amal Amar (président du Conseil de Surveillance) pour 645.727 actions ;
- Denys Chalumeau (membre du Directoire) pour 487.016 actions ;
- Gilles Blanchard (membre du Directoire) pour 241.736 actions ;
- Jean-Philippe Chevalier (membre du Directoire) pour 87.572 actions ;
- Fabrice Robert (membre du Conseil de Surveillance) pour 15.000 actions ;
- Manon Chalumeau pour 73.530 actions ;
- Juliette Chalumeau pour 73.530 actions ;
- Louis Chalumeau pour 73.530 actions ;
- Tarja Blanchard pour 231.106 actions ;
- Laurent Chalumeau pour 26.003 actions ;
- Jean-Marie Retif pour 58.780 actions ; et
- Vincent Rousset pour 44.586 actions.

Axel Springer exprimait également dans son communiqué « *son intention de lancer une offre publique volontaire sur le solde des titres* ».

La diffusion du communiqué a entraîné la publication par l'AMF, le 10 septembre 2010, d'un avis ouvrant la période de préoffre.

Le Conseil de surveillance de SeLogger.com a considéré, dans sa séance du 14 septembre 2010, que le prix de 34 € par action proposé par Axel Springer ne reflétait pas la valeur intrinsèque du groupe SeLogger.com ni ses perspectives de croissance.

Par courriers reçus le 15 septembre 2010, la société AS Online Beteiligungs GmbH (Axel-Springer Strasse 65, 10888 Berlin, Allemagne) a déclaré à l'AMF avoir directement franchi en hausse, le 15 septembre 2010, les seuils de 5% et 10% du

¹ Axel Springer est contrôlée par Axel Springer Publizistik GmbH & Co, elle-même contrôlée par Friede Springer GmbH & Co. KG, les actions de cette dernière étant intégralement détenues par M^{me} Friede Springer

capital et des droits de vote de la Société et détenir directement 2 058 116 actions représentant autant de droits de vote, soit 12,36% du capital et des droits de vote de la Société². Cette déclaration fait état de ce que l'Accord prévoit un engagement de paiement de compléments de prix (clause de « *top-up* ») au profit des Cédants dans certaines hypothèses³ ainsi qu'un engagement de « *dépôt d'une offre publique visant l'ensemble des actions SELOGER.COM non détenues par AS Online.* »

Par ailleurs, la Société a, depuis l'annonce de l'Offre, reçu des messages électroniques les 10, 13 et 14 septembre 2010 provenant de quatre actionnaires et a eu connaissance des déclarations publiques du groupe Arnault des 10 et 28 septembre 2010, qui marquaient leur opposition à l'Offre. Parmi ceux-ci le groupe Arnault a fait savoir publiquement le 10 septembre 2010 qu'il n'accepterait pas l'Offre et a réitéré son refus de l'Offre le 28 septembre 2010. Ces déclarations, si elles ne peuvent être interprétées comme devant aboutir nécessairement à ce que lesdits actionnaires n'apportent pas leurs actions à l'Offre, témoignent toutefois du caractère non satisfaisant des termes de l'Offre. A ce stade, la Société précise qu'elle n'a connaissance d'aucun accord de quelque nature que ce soit entre ses actionnaires, relatif à l'Offre. En outre, depuis l'annonce de l'Offre et à la date de la présente note, le cours de l'action SeLogger.com s'est maintenu au-dessus du prix de l'Offre.

Pour sa part, le Conseil de surveillance a indiqué à deux reprises au cours du mois de septembre qu'il estimait que l'Offre ne reflétait pas la valeur intrinsèque du groupe SeLogger.com ni ses perspectives de croissance.

L'opinion exprimée publiquement par le groupe Arnault et par le Conseil de surveillance de SeLogger.com, n'a pourtant pas conduit Axel Springer à abandonner son projet d'Offre ou à revoir le prix jugé insuffisant et à insérer un seuil de renonciation.

Le 28 septembre 2010, BNP Paribas, agissant en qualité d'établissement présentateur pour le compte de l'Initiateur, a déposé un projet d'offre publique visant les actions SeLogger.com auprès de l'AMF, au prix de 34 €, sans seuil de renonciation.

Le Conseil de surveillance de la Société, réagissant au dépôt du projet de note d'information de l'Initiateur, a constaté, dans sa séance qui s'est tenue le jour même, que :

- le projet d'Offre n'a pas été déposé en concertation avec les organes de gouvernance de la Société et revêt donc un caractère inamical ;
- le prix de 34 € par action proposé par Axel Springer ne reflète pas la valeur intrinsèque du groupe SeLogger.com ni ses perspectives de croissance et que ce projet de note d'information de la société AS Online Beteiligungs GmbH n'a mis en évidence aucune perspective de synergies entre Axel Springer et SeLogger.com.

En outre, le Conseil de surveillance a émis des réserves sur l'intérêt stratégique de l'Offre, a exprimé son opposition face à l'absence de seuil de renonciation dans le projet d'Offre et a réaffirmé sa volonté d'empêcher toute tentative de prise de contrôle rampante de la société.

Le groupe Arnault a publiquement réitéré, le 29 septembre 2010, qu'il refuserait d'apporter ses titres à l'Offre.

Le 22 octobre 2010, un projet de note d'information modifié, établi par Axel Springer, a été déposé auprès de l'AMF et rendu public le jour même.

Il est précisé qu'en vue d'éviter tout risque de conflit d'intérêts et conformément à la décision prise par le Conseil de surveillance du 14 septembre 2010, Messieurs Amal Amar et Fabrice Robert ne participent ni aux débats ni au vote des délibérations du Conseil de surveillance étudiant ou se prononçant sur les termes de l'Offre.

² Déclaration publiée par l'AMF sous D&I 210C0912 du 16 septembre 2010.

³ Au cas où (i) AS Online (ou toute autre société du groupe Axel Springer) procéderait à l'acquisition d'actions de la Société auprès d'une tierce partie préalablement à l'ouverture de l'offre publique à un prix supérieur à 34 € par action, et/ou (ii) si le prix finalement payé par AS Online dans le cadre de son offre publique est supérieur à 34 € par action (en ce compris le cas où AS Online augmenterait son prix par action offert à la suite d'une offre concurrente émanant d'une tierce partie). En ce cas, le complément de prix payé serait égal à (A) la différence positive entre un tel prix et 34 € multipliée par (B) le nombre d'actions transférées par les Cédants à AS Online et devrait être payé dans les dix jours ouvrés suivant le règlement-livraison sous réserve que l'Autorité des marchés ait constaté que l'offre d'AS Online a une suite positive.

3. Avis motivé du Conseil de surveillance de la Société

3.1 Avis motivé du Conseil de surveillance de la Société

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, les membres du Conseil de Surveillance de la Société (le « **Conseil** ») se sont réunis le 25 octobre 2010, par téléphone et dans les locaux de Nomura, sur convocation faite conformément aux statuts, afin d'examiner l'Offre. Certains membres du Conseil ont participé à la réunion par conférence téléphonique.

Préalablement à la réunion, les membres du Conseil de Surveillance ont eu connaissance :

- du projet de note d'information de l'Initiateur contenant les caractéristiques de l'Offre et la synthèse des éléments d'appréciation du prix de l'Offre, en date du 28 septembre 2010 ;
- du projet de note d'information modifié de l'Initiateur, en date du 21 octobre 2010 et publié par l'AMF le 22 octobre 2010 ;
- des travaux de Nomura, banque-conseil de la Société ;
- du rapport de l'expert indépendant établi par le cabinet Finexsi représenté par M. Olivier Perronet, conformément aux articles 261-1 2°) et 261-1 II du règlement général de l'AMF ; et
- du projet de note en réponse de la Société.

Quatre membres sur les six qui composent le Conseil de Surveillance ont participé à la réunion. Messieurs Amal Amar et Fabrice Robert, respectivement président et membre du Conseil, ne participaient pas aux débats et au vote conformément à la décision du Conseil du 14 septembre 2010. En effet, Messieurs Amal Amar et Fabrice Robert ont conclu l'Accord avec l'Initiateur, ce qui risquait de les placer dans une situation de conflit d'intérêts potentiel.

Aux termes de la discussion, le Conseil de surveillance, a rendu l'avis motivé suivant :

« Au regard des conditions de son annonce et de son dépôt, le Conseil relève d'emblée que l'Offre ne s'inscrit pas dans le cadre d'un rapprochement amical.

La volonté d'Axel Springer de déposer son projet d'Offre auprès de l'AMF malgré l'opposition de certains actionnaires, fait craindre au Conseil que l'Offre s'inscrive en réalité dans une tentative de prise de contrôle rampante de la Société. Le prix de l'Offre ne reflète d'ailleurs ni la valeur intrinsèque du groupe SeLogger.com ni ses perspectives de croissance.

Le Conseil considère également que l'Offre ne présente que peu d'intérêt pour la Société, ses employés et ses actionnaires faute de comporter une stratégie claire de prise de contrôle majoritaire laquelle ne pourrait résulter que de l'insertion d'un seuil de renonciation à 50,01% sur une base totalement diluée et d'un relèvement du prix de l'Offre s'inscrivant dans la fourchette des valeurs par action induites par la mise en œuvre des méthodes d'évaluation intrinsèques et analogiques telle que présentée dans les conclusions du rapport de l'expert indépendant.

Par ailleurs, le Conseil estime que la Société est à même de poursuivre son développement de manière indépendante, comme elle l'a fait jusqu'à présent.

Enfin, le Conseil relève que l'Offre ne prévoit pas d'engagement en faveur du management et des salariés en matière de politique de motivation, alors même que la pratique historique de SeLogger.com consistait à associer étroitement salariés et managers au développement de la Société.

3.1.1 *L'Offre d'Axel Springer souffre d'un manque de transparence quant aux objectifs réellement poursuivis par Axel Springer*

- a) *Les conditions opportunistes de l'annonce de l'Offre par Axel Springer ont permis de faire ressortir, de façon mécanique, une prime plus élevée*

Le dépôt de l'Offre, intervenu le 28 septembre 2010, a fait suite à l'annonce publique, le 9 septembre 2010, par voie de communiqué de presse par Axel Springer de son intention de déposer une offre publique d'achat visant SeLogger.com au prix de 34,00 € par action, ouvrant ainsi la période de préoffre. Dans ce communiqué de presse, Axel Springer exposait les raisons de son entrée au capital de la Société, mettant en avant son projet industriel. Axel Springer y déclarait également qu'elle « peut être un actionnaire majoritaire de valeur pour SeLogger.com SA ».

Surtout, le communiqué d'Axel Springer sous-entend que le prix de 34,00 € est un juste prix en se félicitant du soutien des actionnaires fondateurs qui lui ont cédé leurs actions, sans faire référence au fait que ces derniers ont négocié un complément de prix en cas de relèvement du prix de l'Offre et en dépit du fait que le Conseil de surveillance de la Société n'a pas été consulté sur le projet et ses conditions de prix.

Ce communiqué est intervenu le jour de la publication par SeLogger.com de ses résultats semestriels faisant notamment ressortir un chiffre d'affaires de 39,4 M€, en hausse de 11%, un taux de marge d'EBITDA en progression et un résultat net de 10,4 M€ pour le premier semestre 2010, en progression de 20%. En procédant ainsi, Axel Springer n'a pas laissé au marché le temps d'intégrer la hausse du cours induite de ses bons résultats, ce qui lui a permis de faire ressortir, de façon mécanique, une prime plus élevée.

- b) *L'Offre s'inscrit dans le cadre d'une prise de contrôle rampante de la Société par Axel Springer en contradiction avec les objectifs initialement affichés*

La Société a, depuis l'annonce de l'Offre, reçu des messages électroniques les 10, 13 et 14 septembre 2010 provenant de quatre actionnaires et a pris connaissance des déclarations publiques du groupe Arnault des 10 et 28 septembre 2010, qui marquaient leur opposition à l'Offre. Le groupe Arnault a notamment fait savoir publiquement dès l'annonce d'Axel Springer, le 10 septembre 2010, que l'Offre « sous-valorise manifestement la société au regard de son potentiel de croissance, de sa rentabilité et de sa position incontestée de leader de marché » et qu'il ne l'acceptera donc pas. Ces déclarations, si elles ne peuvent être interprétées comme devant aboutir nécessairement à ce que lesdits actionnaires n'apportent pas leurs actions à l'Offre, témoignent toutefois du caractère non satisfaisant des termes de l'Offre. Parallèlement, des investisseurs ont, à plusieurs reprises, acquis des actions SeLogger.com significativement au-dessus du prix de l'Offre⁴.

En outre, au vu de l'opposition ainsi exprimée des principaux actionnaires de SeLogger. et en particulier des déclarations publiques du groupe Arnault, Axel Springer ne peut pas ignorer que le prix de l'Offre est très insuffisant pour obtenir la majorité du capital de la Société.

L'absence d'un seuil de renonciation dans le projet d'Offre, fixé au minimum à 50,01% du capital et des droits de vote sur une base totalement diluée, tout comme le maintien à 34,00 € du prix de l'Offre démontre clairement que l'Offre n'a pas pour objet la prise d'une participation majoritaire, mais une prise de contrôle de fait sans offrir de véritable sortie aux actionnaires de SeLogger.com à des conditions satisfaisantes, c'est-à-dire à un prix qui aurait dû incorporer une prime de contrôle.

Contrairement aux objectifs affichés dans son premier communiqué du 9 septembre 2010, Axel Springer admet désormais qu'elle pourrait notamment conserver une participation minoritaire significative tout en bénéficiant d'une représentation au sein du Conseil de surveillance comme elle l'affirme clairement dans sa note d'information (§ 1.2 et 1.2.2 de la note d'information).

Compte tenu d'un actionnariat dispersé, sans aucun autre actionnaire détenant plus de 12% des droits de vote et du taux de présence historique observé aux assemblées générales de SeLogger.com, une participation même limitée au capital de SeLogger.com permettrait de contrôler ultérieurement, de fait, la Société.

⁴ Caledonia Investments Pty Limited (D&I 210C898 du 14 septembre 2010, 210C903 du 15 septembre 2010 et 210C1014 du 6 octobre 2010) et Centaurus Capital (D&I 210C946 du 22 septembre 2010).

3.1.2 *L'Offre ne présente pas de réel intérêt pour SeLoger.com et ses salariés*

Au vu des objectifs et intentions décrits par Axel Springer dans sa note d'information, l'Offre ne présente que très peu d'intérêt pour la Société et ses salariés.

a) *Axel Springer ne se donne pas les moyens de mettre en œuvre son projet industriel pour SeLoger.com*

La stratégie industrielle d'Axel Springer pour SeLoger.com a été précisée dans la dernière version de sa note d'information en date du 22 octobre 2010.

Au demeurant, le Conseil estime que l'Offre continue de présenter peu d'intérêt pour la Société, ses employés et ses actionnaires dès lors qu'elle ne repose pas sur une prise de participation majoritaire par Axel Springer dans le capital de la Société, qui ne pourrait être assurée que par l'insertion d'un seuil de renonciation fixé à 50,01% du capital et des droits de vote de SeLoger.com sur une base diluée et d'un relèvement du prix de l'Offre s'inscrivant dans la fourchette des valeurs par action induites par la mise en œuvre des méthodes d'évaluation intrinsèques et analogiques telle que présentée dans les conclusions du rapport de l'expert indépendant.

En outre, le projet d'Axel Springer est demeuré assez imprécis sur les moyens d'assurer le soutien de l'actuel management de la Société au développement futur de SeLoger.com et sur les incertitudes que font peser l'absence éventuelle de ce soutien sur la mise en œuvre de tout projet industriel.

b) *La Société bénéficie de très belles perspectives de croissance et peut poursuivre son développement de façon indépendante*

SeLoger.com a su historiquement trouver les relais de croissance pour assurer son développement sans le soutien d'un partenaire stratégique :

- SeLoger.com est aujourd'hui le 1^{er} site immobilier en France avec 15 millions de visites par mois ;
- la Société dispose d'une marque forte et d'équipes performantes, tant sur le plan commercial que technologique ;
- le taux de pénétration de SeLoger.com est le plus important du secteur en France.

Les actionnaires de SeLoger.com continueront à profiter de la position concurrentielle de la Société et de ses perspectives de croissance. L'intérêt de ce modèle de développement devrait se renforcer pour les actionnaires dans les années à venir notamment en raison :

- de la forte reprise du marché immobilier et de la poursuite du transfert du marché des annonces immobilières vers l'online ;
- d'un fort potentiel de croissance, notamment en province, où le taux de pénétration n'est que de 55% à fin décembre 2009 (contre 80% en Ile de France), mais également en région parisienne où il reste une marge de progression ;
- de la montée en puissance des nouveaux services à forte valeur ajoutée développés par la société, qui devraient contribuer au cours des prochaines années à nourrir la croissance du revenu moyen par utilisateur : renforcement des portails « verticaux » (bureaux et commerces, luxe, neuf, vacances, maisons individuelles), enrichissement des sites par de nouvelles options (rubrique « Biens vendus » sur le site internet www.seloger.com), poursuite du développement du *Multi Listing Services*, et accès à des services connexes via le référencement et la publicité (prêts, locations de véhicules, assurances, devis en ligne, etc.) ;
- de la mise en place, en 2010, d'une politique de distribution de dividendes régulière : cette année, la Société a distribué environ 30% de son résultat net 2009 à ses actionnaires sous forme de dividende et elle entend poursuivre cette politique visant à récompenser la fidélité des investisseurs.

Grâce à son modèle économique basé sur l'abonnement, la Société dégage chaque année des résultats en forte croissance et un taux de marge d'EBITDA supérieur à 50%. Elle génère un *free cash flow* net qui représente environ 30% de son chiffre d'affaires, ce qui lui permet à la fois de financer aisément ses investissements et de saisir d'éventuelles opportunités de croissance externe. La Société a donc les moyens de poursuivre seule son développement.

c) *L'Offre comporte des risques liés à une prise de contrôle rampante de la Société et à son caractère non sollicité*

L'absence de concertation préalable au dépôt de l'Offre d'Axel Springer pourrait rendre plus difficile le travail des équipes de direction en place et la poursuite de la stratégie de développement de la Société.

En outre, dans la mesure où Axel Springer pourrait ne pas avoir à l'issue de l'Offre une participation majoritaire au capital de SeLogger.com, le Conseil considère dès lors qu'il n'est pas exclu qu'Axel Springer ne soit pas en situation de contrôler les assemblées générales et puisse recourir à des *proxy fights* en vue de faire adopter les résolutions qu'elle soumettrait. Cette situation, si elle se réalisait, pourrait à terme déstabiliser la Société.

De même, Axel Springer pourrait se trouver en situation d'avoir une simple minorité de blocage dans les assemblées générales extraordinaires de SeLogger.com et ainsi pouvoir s'opposer à toute prise de décision desdites assemblées générales et par suite perturber le fonctionnement de la Société. Il ne peut être exclu qu'Axel Springer tente d'exploiter une telle situation en vue de négocier sa représentation dans les organes sociaux.

d) *L'Offre pourrait avoir des conséquences défavorables pour les salariés et les managers du groupe SeLogger.com*

La Société a toujours été soucieuse d'assurer un dialogue social et des relations sociales de qualité. En particulier, la politique mise en œuvre jusqu'ici par SeLogger.com a été d'associer les salariés aux résultats du Groupe au travers d'une politique active en faveur de l'actionnariat salarié.

La note d'information, qui s'est principalement bornée à indiquer que l'Initiateur n'a pas l'intention de modifier la politique salariale de la Société (§ 1.2 et 1.2.2 de la note d'information), n'indique pas si l'Initiateur envisage de poursuivre la politique actuelle du Groupe en matière d'actionnariat des salariés et de politique de motivation.

Le Conseil relève l'absence de tout engagement d'Axel Springer en faveur des salariés actionnaires. En particulier, contrairement aux usages, l'Initiateur n'a pas déclaré l'intention d'offrir une quelconque liquidité aux détenteurs d'actions gratuites ou d'options de souscription d'actions non disponibles pendant l'Offre, ainsi notamment qu'aux actions souscrites par les salariés dans le cadre de l'Offre Réserve aux Salariés indisponibles pendant une durée de cinq ans, soit jusqu'en décembre 2011 (cf. prospectus ayant reçu le visa de l'Autorité des marchés financiers n°06-409 du 15 novembre 2006).

Un mécanisme de liquidité aurait été d'autant plus justifié que la montée au capital d'Axel Springer pourrait réduire significativement le flottant et par suite, rendrait plus difficile toute cession des actions issues de l'exercice des options de souscription, des actions attribuées gratuitement à l'issue de leur délai de conservation et des actions souscrites dans le cadre de l'Offre Réserve aux Salariés une fois disponibles.

Enfin, faute pour l'Initiateur d'avoir exposé son projet industriel et social devant le Conseil, ce dernier ne peut ainsi écarter le risque qu'Axel Springer, s'il venait à prendre le contrôle de SeLogger.com, abandonne la politique jusqu'ici suivie par le groupe SeLogger.com visant à associer les salariés au développement de la Société. Or, toute menace sur la poursuite de la politique en faveur de l'actionnariat salarié risquerait d'entraîner la démission d'une partie des membres du management et de certains salariés de la Société.

3.1.3 *L'Offre ne valorise pas correctement la Société et n'est donc pas attractive pour ses actionnaires*

Le Conseil a pris connaissance des travaux d'évaluation préparés par Nomura, conseil financier de la Société, et du rapport de l'expert indépendant établi par le cabinet Finexsi. Sur la base des critères d'évaluation usuellement retenus pour ce type de transaction (approche multicritères), il apparaît que les termes de l'Offre sous-évaluent notablement la Société.

En effet, le prix d'Offre est insuffisant au regard des éléments suivants :

- le cours de bourse de SeLogger.com, historiquement et surtout depuis l'annonce de l'Offre ;
- les primes habituellement offertes lors d'offres publiques en France (*a fortiori* non sollicitées) ;
- les multiples des sociétés cotées comparables ;
- les multiples des transactions comparables ;
- l'actualisation des flux futurs de trésorerie disponibles ; et

- les objectifs de cours des analystes de recherche qui suivent la valeur SeLogger.com.

Le Conseil tient à préciser que, en annonçant, en connaissance de cause, son Offre le jour de la publication, après bourse, des comptes semestriels de SeLogger.com, Axel Springer a privé le marché de toute possibilité de réaction à l'annonce des bons résultats de la Société, ce qui accroît mécaniquement le niveau de la prime offerte aux actionnaires dans le cadre de l'Offre.

Enfin, le Conseil relève que les éléments d'appréciation du prix de l'Offre présentés par l'Initiateur sont biaisés et donnent une image dégradée de la valeur de la Société. Le Conseil attire l'attention des actionnaires sur les différences d'application de l'approche multicritères entre le projet de note d'information de l'Initiateur et les éléments d'appréciation retenus dans la présente note en réponse, tels que détaillés ci-après.

L'Offre n'apparaît donc pas financièrement attractive pour les actionnaires de la Société.

3.1.4 *Recommandations du Conseil de surveillance et avis du Conseil de surveillance sur l'intérêt de l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés*

Le rapport sur les conditions financières de l'Offre établi par le Cabinet Finexsi désigné, le 4 octobre 2010, en qualité d'expert indépendant sur le fondement des articles 261-1 I 2° et 261-1 II du règlement général de l'AMF, conclut à ce que :

« Les valeurs par action obtenues par la mise en œuvre des méthodes d'évaluation intrinsèques et analogiques s'inscrivent dans une fourchette de 37,1 € (multiples de comparables boursiers) à 40 € (valeur centrale du DCF).

Ces valeurs reposent notamment sur le plan d'affaires élaboré par la Direction de SELOGGER.COM, lequel reflète l'ambition du management au regard du potentiel de croissance de l'activité Média - Petites annonces (augmentation du taux de pénétration, capacité à faire progresser le panier moyen), des relais de croissance développés par la société (logement neuf, locaux commerciaux, activité d'agence web) et enfin de la position incontestable et incontestée à ce jour de leader qu'occupe SELOGGER.COM sur son marché.

Ces constatations nous conduisent à formuler les observations suivantes sur le caractère équitable du prix proposé de 34 € :

- *Celui-ci s'inscrit dans la continuité du prix par action payé par AS ONLINE pour l'acquisition, hors marché, le 9 septembre 2010 d'un bloc minoritaire (12,36% du capital) à certains des dirigeants et offre ainsi à l'ensemble des actionnaires d'accéder à la liquidité et donc la possibilité de sortir aux mêmes conditions avec une prime par rapport aux cours de bourse historiques avant l'annonce du projet d'OPA, de +13,3% à +16,2% selon les cours de référence retenus. Il convient d'observer que ces cours de bourse de référence incluent l'effet de l'annonce du chiffre d'affaires du deuxième trimestre intervenue en juillet 2010 mais n'incluent pas l'effet de l'annonce des résultats semestriels, intervenue le jour de l'annonce de l'OPA.*
- *De plus, nous rappelons que l'offre vise la prise de contrôle du groupe SELOGGER.COM. Or, on doit observer que le prix offert conduit à constater une décote de -8,3% sur la base du critère des comparables boursiers, lequel correspond à une approche minoritaire, et une décote de -14,9% sur la base du DCF, critère dominant dans le cadre d'une prise de contrôle majoritaire. »*

Au regard des conclusions de ce rapport et de l'ensemble des éléments mentionnés ci-dessus, le Conseil de surveillance de la Société a considéré à l'unanimité des membres présents que l'Offre n'est conforme ni à l'intérêt de la Société, ni à celui de ses salariés et de ses actionnaires.

Le Conseil maintient sa position selon laquelle le prix de 34 € par action proposé par Axel Springer ne reflète pas la valeur intrinsèque du groupe SeLogger.com, ni ses perspectives de croissance.

Le Conseil de surveillance décide que l'Offre, qui ne lui a pas été présentée avant son dépôt, doit être considérée en l'état comme inamicale, compte tenu notamment de son prix et de l'absence de seuil de renonciation.

Par conséquent, le Conseil, à l'unanimité des membres présents, y compris les membres indépendants, recommande donc aux actionnaires de SeLogger.com de ne pas apporter leurs actions à l'Offre.

A l'exception de Messieurs Amal Amar et Fabrice Robert, les membres du Conseil de surveillance, ont tous déclaré leur intention de ne pas apporter leurs actions à l'Offre.

Par ailleurs, le Conseil a décidé de ne pas apporter à l'Offre les actions SeLogger.com détenues par la Société, qui sont d'ailleurs détenues dans le cadre du contrat de liquidité conclu avec Exane BNP Paribas.

Le Conseil décide de poursuivre l'étude de toutes les alternatives à l'Offre notamment en vue de prendre toutes les mesures nécessaires afin de défendre l'intérêt de la Société, ainsi que celui de ses actionnaires et de ses salariés.

Enfin, le Conseil de surveillance autorise Monsieur Roland Tripard, Président du Directoire de SeLogger.com, à déposer, finaliser et signer la note en réponse de la Société, incluant le présent avis motivé. »

3.2 *Éléments d'appréciation complémentaires du prix de l'Offre*

Le Conseil souhaite porter à l'attention des actionnaires de la Société les éléments suivants d'appréciation du prix de l'Offre.

Ces éléments ont été préparés par Nomura, banque-conseil de la Société.

L'analyse présentée ci-dessous est fondée sur une approche de valorisation multicritères, pour laquelle les méthodes suivantes ont été retenues :

- cours de bourse ;
- analyse des primes constatées lors d'offres publiques d'achat en France ;
- multiples de sociétés cotées comparables ;
- multiples de transactions comparables ;
- actualisation des flux de trésorerie futurs disponibles ;
- objectif de cours des analystes de recherche qui suivent la valeur SeLogger.com.

3.2.1 *Méthodologie*

a) *Plan d'affaires retenu*

Les prévisions financières retenues pour SeLogger.com correspondent aux estimations internes de la Société jusqu'en 2016 telles qu'établies par le management.

Dans ses estimations, la Société prévoit entre 2009 et 2016 une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires supérieure à 10% ainsi qu'une augmentation du taux de marge d'EBITDA vers un niveau au moins égal à 55%. Il convient de noter que le plan d'affaires est globalement en ligne avec le consensus des analystes de recherche qui suivent la Société sur l'horizon 2010-2012⁵ (le consensus affiche une croissance annuelle moyenne de 14% du chiffre d'affaires et une croissance annuelle moyenne de 17% de l'EBITDA, conduisant ainsi à une augmentation de la profitabilité opérationnelle).

En comparaison, l'Initiateur ne retient qu'un consensus d'analystes de recherche au 9 septembre 2010 (qui n'intègre pas l'impact des résultats du premier semestre 2010 annoncés le 9 septembre 2010) pour l'horizon 2010-2012, et une extrapolation du plan d'affaires après 2012 sur la base des principales hypothèses suivantes :

- diminution progressive de la croissance annuelle du chiffre d'affaires pour atteindre 3% en 2018 ;
- diminution progressive du taux de marge d'EBITDA pour atteindre 52% en 2018.

b) *Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres*

Les éléments permettant de passer de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres (par soustraction) comprennent :

- la dette financière nette consolidée de SeLogger.com au 30 juin 2010, soit +3,8 M€ ;

⁵ Consensus de prévisions financières d'analystes de recherche publiées suite à l'annonce des résultats du premier semestre 2010, incluant : Exane BNPP (16 septembre 2010), Société Générale (10 septembre 2010), Goldman Sachs (15 septembre 2010), HSBC (17 septembre 2010), Bank of America - Merrill Lynch (20 septembre 2010) et UBS (28 septembre 2010).

- les engagements de départ à la retraite (nets d'impôt), soit +0,1 M€ au 31 décembre 2009 ;
- l'impact du programme de rachat d'actions sur la trésorerie, entre le 30 juin 2010 et le 30 septembre 2010, soit +0.9 M€ ; et
- le produit de l'exercice des options de souscription d'actions qui sont ou seront exerçables durant la période d'Offre tel que détaillé ci-dessous, soit -0.6 M€.

Le nombre total d'actions considéré dans les analyses s'élève à 16 641 105 actions, correspondant au nombre d'actions composant le capital social de la Société (16 646 503 actions) ajusté des actions d'autocontrôle au 30 septembre 2010 (5 453 actions).

En outre, les titres donnant accès au capital comprennent 10 000 options de souscription d'actions attribuées en 2008 dont la période d'exercice a débuté le 18 décembre 2009 et 48 100 options de souscription d'actions attribuées en 2008 dont la période d'exercice débutera le 18 décembre 2010. Ces options étant à la fois dans la monnaie et les actions issues de leur exercice étant susceptibles d'être apportées à l'Offre (y compris durant la réouverture de l'Offre), elles ont été retenues dans les analyses.

Il n'y a pas d'autres titres donnant accès au capital exerçables pendant la période d'Offre, et les actions gratuites attribuées au personnel de direction de la Société n'étant pas susceptibles d'être apportées à l'Offre, elles n'ont pas été retenues dans les analyses

3.2.2 Acquisition d'un bloc significatif par l'Initiateur

Dans le cadre de l'Accord annoncé le 9 septembre 2010, l'Initiateur a acquis, auprès de certains actionnaires de la Société, un bloc d'actions représentant 12,36% du capital social de cette dernière, avec une clause de complément de prix permettant d'aligner le prix payé aux cédants du bloc avec celui offert aux actionnaires minoritaires.

Ce bloc représentait une position minoritaire, pour laquelle les cédants ont négocié une clause de complément de prix, et le prix payé ne saurait dès lors pas constituer une référence quant à l'appréciation du prix de l'Offre qui vise l'intégralité du capital social de la Société et a pour vocation la prise de contrôle de celle-ci.

Cette transaction ne doit donc pas servir de référence à l'appréciation du prix de l'Offre.

3.2.3 Cours de bourse

Dans le cadre de son projet de note d'information, l'Initiateur retient comme référence le cours de clôture du 9 septembre 2010, dernier cours de clôture avant l'annonce par celui-ci de son intention de déposer l'Offre. Or, ce cours de bourse et les primes implicites calculées sur cette base n'intégraient pas l'impact de l'annonce par la Société de ses résultats semestriels (réalisée après bourse le même jour).

Le tableau ci-dessous présente les primes implicites sur la base des cours de bourse de clôture du 9 septembre mais aussi du 27 septembre (veille du jour de dépôt du projet d'Offre auprès de l'AMF, intégrant donc la réaction du marché suite à l'annonce des résultats semestriels de la Société), même si l'existence de l'Offre et son prix étaient alors connus du marché à cette date.

Analyse de la prime / (décote) du Prix d'Offre sur les cours de bourse historiques				
	Au 9 septembre 2010		Au 27 septembre 2010	
	Cours en €	Prime/ (décote) du Prix d'Offre	Cours en €	Prime/ (décote) du Prix d'Offre
Dernier cours de bourse	30,00	13,3%	37,53	(9,4%)
Moyenne pondérée 5 jours	29,55	15,1%	37,62	(9,6%)
Moyenne pondérée 1 mois	29,24	16,3%	37,47	(9,3%)
Moyenne pondérée 3 mois	29,23	16,3%	35,54	(4,3%)
Moyenne pondérée 6 mois	29,21	16,4%	33,15	2,6%
Moyenne pondérée 12 mois	27,20	25,0%	30,06	13,1%
Plus haut 12 mois	31,60	7,6%	38,00	(10,5%)
Plus bas 12 mois	22,52	51,0%	22,52	51,0%

Source : Factset.

Sur la base du cours de bourse intégrant l'impact des résultats semestriels de la Société, l'Offre fait donc ressortir une décote sur les niveaux historiques (dernier cours de bourse et moyenne pondérée 5 jours, 1 mois et 3 mois, légère prime sur les moyennes pondérées 6 et 12 mois).

Indépendamment de la valeur fondamentale du titre SeLogger.com, il convient de noter que celui-ci traite significativement au-delà du prix d'Offre depuis son annonce, correspondant principalement aux vues d'investisseurs à long terme sur la valeur.

A titre illustratif, on peut noter que le titre SeLogger.com a réagi en moyenne positivement aux annonces de résultats faites par la Société depuis l'introduction en bourse (+3,6% en moyenne sur le 1er jour de bourse après l'annonce, +5,6% sur 2 jours de bourse, +6,7% sur 3 jours de bourse et +13,1% sur 10 jours de bourse). Compte tenu des résultats positifs du premier semestre 2010 et de la confirmation des objectifs 2010, le marché aurait vraisemblablement réagi positivement à ces résultats, entraînant par conséquent une augmentation du cours de bourse.

Le tableau ci-dessous détaille les variations cumulées du cours de bourse de la Société par rapport au cours de clôture le jour de l'annonce des résultats en question :

Variation cumulée du cours de l'action SeLogger.com par rapport au cours de clôture le jour de l'annonce des résultats ⁽¹⁾								
Jours de bourse	Résultats annuels 2006 26/03/2007	Résultats semestriels 2007 24/09/2007	Résultats annuels 2007 31/03/2008	Résultats semestriels 2008 30/07/2008	Résultats annuels 2008 24/03/2009	Résultats semestriels 2009 15/09/2009	Résultats annuels 2009 22/03/2010	Variation moyenne
j+1	(6.5%)	2.5%	-	(1.8%)	19.1%	4.5%	7.1%	3.6%
j+2	(3.4%)	5.9%	(1.6%)	0.6%	19.1%	5.5%	13.2%	5.6%
j+3	(5.0%)	7.1%	(1.8%)	1.0%	21.2%	6.0%	18.1%	6.7%
j+4	2.9%	12.0%	-	10.8%	19.5%	7.2%	25.0%	11.0%
j+5	2.8%	16.8%	(1.0%)	15.0%	18.8%	8.6%	22.6%	11.9%
j+6	3.9%	20.1%	(3.0%)	13.3%	20.7%	12.4%	17.9%	12.2%
j+7	6.5%	20.5%	(3.3%)	10.8%	22.5%	12.6%	16.6%	12.3%
j+8	4.5%	20.8%	(4.2%)	10.1%	24.4%	10.6%	18.3%	12.1%
j+9	7.4%	21.2%	(4.5%)	10.1%	23.2%	10.6%	20.4%	12.6%
j+10	6.6%	20.7%	(7.5%)	9.7%	28.0%	10.1%	23.9%	13.1%

Source : Bloomberg.

(1) L'annonce des résultats a été faite à la date indiquée après bourse.

3.2.4 Analyse des primes constatées lors d'offres publiques d'achat en France

SeLogger.com faisant l'objet d'une offre publique d'achat non sollicitée, il convient d'apprécier le prix de l'Offre non seulement au regard des niveaux de primes habituellement offerts lors d'OPA de taille similaire intervenues en France selon la procédure normale (tous secteurs confondus), mais aussi par rapport aux primes offertes dans le cadre d'offres publiques non sollicitées ayant abouties.

L'analyse de primes constatées lors d'offres publiques d'achat est présentée à titre indicatif uniquement, dans la mesure où elles peuvent porter sur des opérations réalisées dans des contextes économiques différents (notamment en ce qui concerne l'analyse des OPA antérieures à 2008).

Le cours de bourse de référence est ici celui du 9 septembre 2010, c'est-à-dire avant annonce par l'Initiateur de son intention de lancer l'Offre. Les résultats de cette analyse seraient bien entendu significativement supérieurs si le dernier cours de bourse retenu était celui du 27 septembre 2010, mais l'analyse serait alors biaisée par le fait que les intentions de l'Initiateur étaient déjà connues à cette date.

Il ressort de ces analyses que les niveaux de prime offerts par l'Initiateur sont significativement inférieurs aux primes habituellement constatées.

Sur la base du dernier cours coté avant l'annonce par l'Initiateur de son intention de lancer une OPA (9 septembre 2010) et de cours moyens historiques pondérés par les volumes à cette date, l'analyse des primes offertes dans des OPA selon la procédure normale de taille similaire en France depuis 1998 (échantillon de 25 offres pour lesquelles les valeurs pour 100% des capitaux propres de la cible sont comprises entre 200 M€ et 1 Md€), traduit une valeur induite par action SeLogger.com comprise entre 35,94 € et 38,94 €. Le prix de l'Offre fait ainsi apparaître une décote comprise entre 5,4% et 12,7% par rapport à ces niveaux.

Analyse de primes constatées lors d'OPA selon la procédure normale en France (tous secteurs confondus) depuis 1998⁶

	Prime offerte sur le cours moyen pondéré par les volumes				
	1 jour	1 mois	3 mois	6 mois	12 mois
Moyenne de l'échantillon	22,5%	29,3%	33,2%	32,7%	32,1%
Cours de bourse de référence SeLogger.com (€ par action)	30,00	29,24	29,23	29,21	27,20
Prix induit par action SeLogger.com	36,76	37,81	38,94	38,77	35,94
Prime / (décote) extériorisée par le prix d'Offre	(7,5%)	(10,1%)	(12,7%)	(12,3%)	(5,4%)

Sources : Notes d'information AMF.

L'analyse des primes offertes dans des offres publiques non sollicitées depuis 1998 (OPA, OPE ou offres mixtes) fait ressortir une valeur induite par action SeLogger.com comprise entre 40,89 € et 45,09 €. Le prix de l'Offre fait ainsi apparaître une décote comprise entre 16,9% et 24,6% par rapport à ces niveaux.

Analyse de primes constatées lors d'offres publiques non sollicitées en France, tous secteurs confondus depuis 1998

Date	Initiateur	Cible	Type d'offre	Prime offerte sur le cours moyen pondéré par les volumes				
				1 Jour	1 mois	3 mois	6 mois	12 mois
16 déc 09	Siegco	Valtech	OPA	25,7%	27,2%	43,1%	55,0%	69,7%
29 août 08	Iamgold	Euro Ressources	OPA	30,4%	27,0%	23,3%	21,1%	19,5%
31 mai 06	Mittal	Arcelor	OP Mixte	85,4%	79,0%	81,2%	91,1%	104,9%
07 mai 04	Sanofi-Synthelabo	Aventis	OP Mixte	30,1%	31,4%	35,6%	36,2%	37,7%
02 oct 03	Alcan Inc	Pechiney	OP Mixte	51,6%	63,9%	81,1%	83,9%	57,6%
04 avr 02	SAICA et Mondi	La Rochette	OPA	91,3%	96,8%	97,9%	75,8%	73,0%
08 févr 02	Partouche	Européenne de Casinos	OPA	49,4%	64,0%	73,8%	60,2%	48,6%
20 juil 99	Total Fina	Elf	OPE	28,2%	30,4%	29,0%	32,4%	34,6%
08 juil 99	BNP	Paribas	OPE	39,4%	41,5%	40,4%	43,3%	33,8%
24 mars 99	Fimalac	Strafor Facom	OPA	31,8%	36,7%	33,9%	44,8%	23,8%
Moyenne de l'échantillon				46,3%	49,8%	53,9%	54,4%	50,3%
Cours de bourse de référence SeLogger.com (€ par action)				30,00	29,24	29,23	29,21	27,20
Prix induit par action SeLogger.com				43,90	43,80	44,99	45,09	40,89
Prime / (décote) extériorisée par le prix d'Offre				(22,6%)	(22,4%)	(24,4%)	(24,6%)	(16,9%)

Note : Analyse sur la base d'offres non-sollicitées ayant abouti. Les primes sont calculées sur la base du prix d'offre après d'éventuelles surenchères.
Sources : Notes d'information AMF.

3.2.5 Analyse des multiples de sociétés comparables

Dans le cadre de l'analyse des multiples de sociétés comparables, les critères suivants doivent être pris en compte dans l'établissement d'un échantillon précis de sociétés comparables :

- activités dans le domaine des petites annonces en ligne ;
- business model comparable (clients professionnels, modèle de souscription) ;
- sous-jacent immobilier ;
- position de marché similaire ; et
- profil financier similaire.

⁶ Echantillon d'OPA de taille comparable (200 M€ - 1 Md€) réalisées selon la procédure normale en France (tous secteurs confondus) depuis 1998 comprenant les transactions suivantes (acquéreur / cible) : Citloi / Ilog (26 août 2008), Axel Springer / auFeminin (27 juillet 2007), Vinci / Entropose Contracting (21 juin 2007), Credit Foncier / Locindus (21 décembre 2006), Bridgepoint Capital / Alain Afflelou (14 mars 2006), Apax Altamir et MMG / Sechilienne-Sidec (30 août 2005), Groupe Suren / Medidex (16 août 2005), Quicksilver / Rossignol (23 mai 2005), Axa Private Equity / Camaïeu (1^{er} février 2005), Hutchinson Whampoa / Marionnaud (14 janvier 2005), Credit Industriel et Commercial / IPO (26 mars 2004), Multibrands SAS / GrandVision (27 juillet 2003), SAICA et Mondi / La Rochette (9 avril 2002), Partouche / Européenne de Casinos (26 février 2002), ABB / Entrelec Group (19 avril 2001), Financière Alexandre III / Fives-Lille (4 décembre 2000), Credit Agricole Indosuez / CPR (21 septembre 2000), 9 Telecom Réseau / Jet Multimedia (18 septembre 2000), Société Industrielle du Hanau / De Dietrich (3 juillet 2000), Société Générale d'Entreprises / Sogeparc (19 juillet 1999), More Group Europe / Dauphin OTA (11 juin 1999), Lagardère SCA / Europe 1 (12 avril 1999), Fimalac / Strafor Facom (24 mars 1999), Continentale d'Entreprises / Nord-Est (12 novembre 1998), Artemis / Sefimeg (29 janvier 1998).

En particulier, il est important de relever les primes de valorisation dont bénéficient les acteurs leaders de l'Internet aujourd'hui, et ce dans la mesure où leur position de marché leur permet d'attirer la majorité du trafic sur leurs segments spécifiques et donc d'accroître leurs marges.

L'échantillon de sociétés comparables retenu comprend les deux seules sociétés à la fois véritablement comparables dans le domaine des petites annonces immobilières et leaders sur leurs marchés locaux respectifs :

- *Rightmove* : leader des annonces immobilières en ligne au Royaume Uni, avec une pénétration du marché d'environ 90% des agences immobilières. La société a généré un chiffre d'affaires de 69 M£ et un taux de marge d'EBITDA de 62% en 2009 ;
- *REA Group* : leader des annonces immobilières en ligne en Australie, avec une pénétration du marché d'environ 95% des agences immobilières locales. La société a généré un chiffre d'affaires de 194 MAU\$ et un taux de marge d'EBITDA de 40% pour son exercice fiscal 2010.

Cette approche est en ligne avec celle des analystes de recherche qui suivent la valeur SeLogger.com. Ainsi, à titre indicatif, 9 des 10 principaux analystes de recherche suivant la valeur ne mentionnent que Rightmove ou REA Group comme comparables directs (le dernier analyste ne faisant pas de référence aux comparables boursiers).

La société chinoise SouFun, leader sur le marché des annonces immobilières en Chine (14,1 millions de visiteurs uniques par mois) et qui a réalisé son introduction en bourse sur le Nasdaq le 17 septembre 2010, n'a pas été retenue dans l'échantillon. Il s'agit effectivement d'une société dont le modèle économique est comparable à SeLogger.com, mais la dynamique du marché sur lequel elle évolue est très différente, à la fois par la taille et le potentiel de croissance sous-jacents. Cependant, on peut noter que la société traite sur des niveaux de multiples très supérieurs à ceux des comparables retenus dans l'analyse, mettant ainsi en évidence la prime attribuée par le marché aux sociétés leaders sur ce segment.

La société française Adenclassifields pourrait apparaître a priori comme un référentiel intéressant. Cependant, les annonces immobilières ne représentent que 27% de son chiffre d'affaires 2009 alors que 66% de l'activité provient d'annonces d'emploi, un segment particulièrement cyclique et à marge inférieure. Il s'agit donc, de par sa performance opérationnelle, d'un comparable moins pertinent que Rightmove et REA Group. En outre, cette société est actuellement la cible d'une offre publique d'achat de la part du Groupe Figaro et constitue donc, au mieux, une référence de transaction comparable.

L'Initiateur a fondé son analyse sur des cours de clôture moyens sur le mois précédent le 9 septembre 2010. Cependant, l'annonce des résultats annuels de REA Group est intervenue le 19 août 2010 et celle des résultats semestriels de Rightmove le 27 août 2010, donc certains cours sur la période retenue ne prenaient pas en compte l'impact de ces annonces. Afin de fournir une approche directement comparable avec la Société, les cours de bourse « spot » au 9 septembre 2010 ont été retenus ici.

Les prévisions financières de Rightmove et REA Group ont été établies sur la base du consensus IBES au 9 septembre 2010 (source : Datastream). Les multiples de valeur d'entreprise sur EBITDA et EBIT ont été considérés comme les plus pertinents. Il convient de noter une homogénéité du niveau des multiples calculés, soulignant ainsi la pertinence de l'échantillon retenu.

Analyse des multiples de sociétés comparables											
M€ (sauf cours de bourse)		Cours de bourse	Cap. boursière	Dette Nette	Valeur d'entreprise	EV / EBITDA			EV / EBIT		
Société	Pays					2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
Rightmove	Royaume-Uni	7,08	1 014	(25)	988	15,1x	12,9x	11,4x	15,6x	13,5x	12,4x
REA Group	Australie	11,82	1 103	(62)	1 044	16,3x	13,3x	11,4x	17,9x	14,6x	12,5x
Moyenne						15,7x	13,1x	11,4x	16,8x	14,1x	12,5x

Source : Factset, consensus IBES, documents de référence, rapports annuels, rapports intermédiaires, communications financières.

Note : Cours de bourse, taux de change et consensus IBES au 9 septembre 2010.

L'application des multiples de Rightmove et de REA Group aux prévisions financières 2010, 2011 et 2012 de la Société fait ressortir un prix par action de la Société compris entre 34,22 € et 42,06 €. Le prix de l'Offre fait ainsi apparaître une décote comprise entre 0,6% et 19,2% par rapport à ces valeurs.

En outre, il est important de noter que les multiples boursiers de ces sociétés ne traduisent que leur valeur intrinsèque et ne reflètent donc pas de prime de contrôle.

A titre de comparaison, la plupart des sociétés retenues dans l'échantillon de l'Initiateur pour SeLoger.com paraît peu ou pas comparable avec la Société :

- *Dice / Monster / Seek* : ces trois sociétés sont spécialisées dans les annonces d'emploi, secteur de nature cyclique, avec des périodes de volatilité liées à l'activité économique et s'adressant à un profil de client distinct de ceux de SeLoger.com. De plus, ces sites d'annonces en ligne évoluent sur un marché compétitif, exerçant ainsi une pression significative sur les marges ;
- *Meetic* : Meetic est une société spécialisée dans les rencontres en ligne, dont le chiffre d'affaires est généré auprès d'une large base de clients particuliers (c'est-à-dire un modèle économique reposant sur un faible ticket moyen) et de fortes dépenses marketing, affectant significativement le niveau de rentabilité de la société ;
- *Move* : Move est une entreprise de petites annonces immobilières basée aux Etats-Unis, marché radicalement différent du marché français dans la mesure où celles-ci sont publiées gratuitement. En conséquence, il s'agit d'un modèle économique fondé sur la publicité et non sur un système d'abonnement comme la Société ;
- *Carsales* : Même si le positionnement de Carsales sur son marché est sensiblement identique à celui de SeLoger.com (position de leader sur son marché domestique), le type d'activité est différent (la moitié du chiffre d'affaires est générée par des professionnels de l'automobile, 20% par des particuliers et près de 20% par la publicité en ligne) ;
- *Adenclassifieds* : pour les raisons évoquées précédemment.

3.2.6 Analyse des multiples de transactions comparables

Compte tenu de l'information disponible, l'analyse des multiples observés lors de précédentes transactions se fonde sur l'EBITDA, qui est par ailleurs un agrégat considéré par les analystes de recherche comme un indicateur fiable pour valoriser ce type d'actifs.

Un échantillon de 3 transactions a été retenu, comprenant des sociétés :

- ayant une taille équivalente à celle de SeLoger.com ;
- exerçant le même type d'activité (petites annonces immobilières en ligne) ; et
- ayant une implantation géographique similaire, avec une présence forte en France ou en Europe.

Plus précisément, cet échantillon inclut les transactions suivantes :

- l'acquisition de 50% de Leboncoin.fr, un site généraliste de petites annonces en ligne, par Schibsted le 22 septembre 2010, pour une valeur d'entreprise de 400 M€, soit un multiple implicite d'EBITDA 2010 de 18,0x. Leboncoin.fr a atteint une taille significative et opère une activité importante de petites annonces immobilières en ligne, il est donc aujourd'hui un concurrent direct de SeLoger.com, notamment en Province. D'autre part, la transaction reste une référence en termes de valorisation pour les analystes de recherche ;
- l'OPA du Groupe Figaro sur Adenclassifieds, un site généraliste de petites annonces en ligne, déposée le 29 septembre 2010, pour une valeur d'entreprise de 134 M€, soit un multiple implicite d'EBITDA 2010 de 15,8x. Cette opération peut apparaître moins directement comparable compte tenu de la nature de l'activité et du niveau de rentabilité de la société par rapport à SeLoger.com, mais sa date d'annonce très proche du dépôt de l'Offre, ses modalités (OPA), ainsi que le petit nombre de transactions comparables à l'Offre nous conduisent à la retenir dans l'échantillon ;
- la prise de contrôle, via l'exercice d'une option d'achat, d'Immobilier Scout, le numéro un allemand des petites annonces immobilières en ligne, par Deutsche Telekom en septembre 2007 pour une valeur d'entreprise de 513 M€, soit un multiple implicite d'EBITDA 2007 de 17,4x.

Il convient de noter que les deux premières transactions citées ci-dessus sont particulièrement récentes (annoncées dans le même mois que l'Offre) et donc permettent d'apprécier les multiples offerts pour des sociétés comparables dans un contexte économique similaire à celui de l'Offre.

Aucune des trois transactions retenues par l'Initiateur n'apparaît pertinente étant donné qu'elles ne concernent pas directement le segment de l'immobilier :

- l'acquisition de 50% de Car & Boat Media, société opératrice des sites internet d'annonces automobiles LaCentrale.fr et Caradisiac.com dont le modèle économique se fonde sur une clientèle de particuliers (à faible ticket moyen par client) et non des professionnels comme cela est le cas pour SeLogger.com ;
- l'acquisition de StepStone, site norvégien de recrutement en ligne : les segments d'activité sur lesquels opère StepStone ne sont pas comparables à ceux de SeLogger.com dans la mesure où le recrutement en ligne est plus cyclique que l'immobilier en ligne. De plus, la clientèle récurrente est plus limitée comparée aux milliers d'agences utilisant SeLogger.com. Par ailleurs, les marges de profitabilité dans le segment du recrutement sont plus faibles que celle de l'annonce immobilière ; et
- l'acquisition des activités Europe de Match.com, leader des annonces de rencontre en ligne : le modèle économique de Match est différent de celui de SeLogger.com dans la mesure où sa base clients, composée de particuliers, se caractérise par un fort taux de désabonnement et nécessite des frais de marketing significatifs, altérant la marge opérationnelle de la société.

Analyse des multiples de transactions comparables

Date	Acquéreur	Cible	Pays	Multiple d'EBITDA N+1
29 sept 10	Le Figaro	Adenclassifieds	France	15,8x
22 sept 10	Schibsted	Le Bon Coin	France	18,0x
17 sept 07	Deutsche Telekom	Immobilien Scout	Allemagne	17,4x
Moyenne de l'échantillon comparable				17,1x

Source : Factset, documents de référence, rapports annuels, rapports intermédiaires, communications financières, note de recherche actions.

L'application des multiples d'EBITDA à la prévision d'EBITDA 2010 de SeLogger.com fait ressortir un prix par action de la Société compris entre 40,80 € et 46,57 € par action. Le prix de l'Offre fait ainsi apparaître une décote comprise entre 16,7% et 27,0% par rapport à ces valeurs.

3.2.7 Actualisation des flux futurs de trésorerie disponibles

Les flux de trésorerie disponibles retenus ont été déterminés à partir du plan d'affaires de la Société jusqu'en 2016 (hypothèses décrites au paragraphe 3.2.1).

La valorisation par actualisation des flux de trésorerie disponible a été effectuée au 1^{er} septembre 2010, intégrant un tiers du flux 2010 sans pour autant intégrer d'effet de cyclicalité pendant l'exercice fiscal (activité habituellement plus réduite pendant les mois d'été). A titre indicatif, cette approche apparaît conservatrice dans la mesure où la position de trésorerie retenue dans le cadre du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres est celle reportée 30 juin 2010 (excluant ainsi 2 mois de flux de trésorerie).

Le coût moyen pondéré du capital retenu pour la Société ressort à 9,4%, sur la base des hypothèses suivantes :

- taux sans risque de 2,6% (moyenne 1 mois de l'OAT 10 ans au 9 septembre 2010) ;
- prime de risque de 6,3% (moyenne des primes de risques publiées par le Journal des Finances, Associés en Finance et Factset) ;
- beta désendetté de 1,1 (moyenne des betas désendettés des sociétés comparables ; source : Barra à août 2010)
- un niveau d'endettement brut cible (dette financière / capitalisation boursière) de 10%.

La valeur terminale a été calculée à partir d'un flux normatif fondé sur les hypothèses suivantes :

- taux de croissance du chiffre d'affaire de 2,5%, capturant ainsi le potentiel de croissance de la société à moyen et long terme, tant sur le segment des annonces que l'offre de services et de logiciels ;
- taux de marge d'EBITDA normative de 56% ;

- montant des dépenses normatives d'investissement correspondant à 1,7% du chiffre d'affaires ;
- niveau des dépenses d'amortissement égal à celui des dépenses d'investissement ;
- variation du besoin en fonds de roulement nulle.

Les analyses de sensibilité de la valeur par action obtenue par la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles ont été réalisées sur :

- un cout moyen pondéré du capital compris entre 8,75% et 9,75% ;
- un taux de croissance perpétuelle compris entre 2,0% et 3,0% (pour référence, le projet de note d'information de l'OPA visant la société Adenclassifieds fait apparaître une croissance perpétuelle normative de 2,5%).

En valeur centrale, le prix par action ressort à 41,77 € (la valeur terminale représentant 72,2% de la valeur d'entreprise).

Prix par action (€)						
CMPC	Taux de croissance à l'infini					
		2,00%	2,25%	2,50%	2,75%	3,00%
	8,75%	42,62	43,89	45,27	46,76	48,38
	9,00%	41,02	42,19	43,45	44,81	46,28
	9,25%	39,54	40,62	41,77	43,02	44,36
	9,50%	38,15	39,15	40,21	41,35	42,59
	9,75%	36,86	37,78	38,76	39,81	40,94

Sur la base de ces analyses, la valeur de l'action SeLogger.com s'inscrit dans une fourchette de valorisation comprise entre 38,76 € et 45,27 €. Le prix d'Offre fait donc ressortir une décote comprise entre 12,3% et 24,9% par rapport à ces niveaux.

3.2.8 Objectifs de cours des analystes

Le projet de note d'information de l'Initiateur mentionne, à titre informatif, les objectifs de cours des analystes de recherche publiés avant le 10 septembre 2010. Or, comme il a déjà été précisé, les objectifs publiés avant le 10 septembre ne prenaient pas en compte l'impact de la publication des résultats semestriels de la Société.

Il convient donc de prendre en compte les notes de recherche publiées depuis l'annonce de ces résultats, et ce d'autant plus que les objectifs de cours reflètent en théorie une valeur fondamentale de l'action, qui n'est normalement pas impactée par l'Offre (libellée de surcroît à un prix inférieur au cours de bourse, voir objectifs de la Société Générale et d'UBS ci-après).

Le tableau ci-dessous présente les recommandations et objectifs de cours des analystes depuis l'annonce des résultats semestriels (sur la base d'une valeur fondamentale, hors prime de contrôle) :

Recommandations et objectifs de cours des analystes depuis l'annonce des résultats semestriels			
Analyste	Date	Objectifs de cours reporté	Objectifs de cours hors contrôle
Goldman Sachs	14 oct 2010	€44,80	€44,80
Société Générale	01 oct 2010	€42,00	€35,00
Cheuvreux	01 oct 2010	€36,00	€36,00
UBS	28 sept 2010	€40,00	€38,50
Gilbert Dupont	27 sept 2010	€39,80	€39,80
BoA - ML	20 sept 2010	-	-
HSBC	17 sept 2010	€40,00	€40,00
Exane	16 sept 2010	€40,00	€40,00
Arkeon	16 sept 2010	€34,00	€34,00
ID Midcaps	10 sept 2010	€40,00	€40,00
Moyenne		€39,62	€38,68
Médiane		€40,00	€39,80

Notes : Objectif de cours de la Société Générale incluant une prime de contrôle de 20% à la suite de l'annonce de l'Offre.
Objectif de cours d'UBS représentant une moyenne pondérée entre une valeur fondamentale à 38,50 € (pondérée à 80%) et un scénario de plan d'affaires plus agressif à 46,00 € dans le cadre de l'Offre (pondéré à 20%).

Les objectifs de cours des analystes de recherche sont compris entre 34,00 € et 44,80 €. Le prix de l'Offre représente donc une décote comprise entre 0,0% et 24,1% par rapport à ces niveaux.

3.2.9 Résumé des analyses et conclusion

Le prix offert par Axel Springer représente une décote significative par rapport à la valeur de la Société résultant de l'application de critères d'évaluation usuellement retenus pour ce type de transaction.

Tableau récapitulatif des fourchettes de valorisation et primes / (décotes) du prix de l'Offre		
Méthode d'évaluation retenue	Prix par action de la Société	Prime / (décote) implicite du prix de l'Offre
Cours de bourse		
- Au 27 septembre 2010	37,53 €	(9,4%)
- Moyenne pondérée 5 jours	37,62 €	(9,6%)
- Moyenne pondérée 1 mois	37,47 €	(9,3%)
- Moyenne pondérée 3 mois	35,54 €	(4,3%)
- Moyenne pondérée 6 mois	33,15 €	2,6%
- Moyenne pondérée 12 mois	30,06 €	13,1%
Primes constatées lors d'OPA de taille comparable en France depuis 1998	35,94 € – 38,94 €	(5,4%) – (12,7%)
Primes constatées lors d'offres publiques non-sollicitées en France depuis 1998	40,89 € – 45,09 €	(16,9%) – (24,6%)
Analyse des multiples de sociétés comparables	34,22 € – 42,06 €	(0,6%) – (19,2%)
Analyse des multiples de transactions comparables	40,80 € – 46,57 €	(16,7%) – (27,0%)
Actualisation des flux futurs de trésorerie disponibles	38,76 € – 45,27 €	(12,3%) – (24,9%)
Objectifs de cours des analystes de recherche	34,00 € – 44,80 €	0,0 – (24,1%)

4. Intentions des membres du Conseil de surveillance de SeLogger.com

Les membres du Conseil dans l'avis motivé ont indiqué qu'ils avaient l'intention de ne pas apporter à l'Offre les actions de la Société qu'ils détiennent ou qu'ils viendraient à détenir.

5. Intentions de la société SeLogger.com relative aux actions auto-détenues

Au 30 septembre 2010, les 5 453 actions auto-détenues représentent 0,03% du capital. Elles sont affectées au contrat de liquidité conclu avec Exane BNP Paribas.

La Société n'envisage pas d'apporter à l'Offre les actions SeLogger.com qu'elle détient ou qu'elle pourrait détenir.

La Société a l'intention d'acquérir pendant la période d'Offre, dans le cadre de la poursuite de son programme de rachat, une fraction limitée de son capital, afin de couvrir ses engagements au titre du plan d'actions gratuites n°2, les 25 300 actions attribuées dans le cadre de ce plan arrivant au terme de leur période d'acquisition.

6. Observations du comité d'entreprise de SeLogger.com

La Société ne dispose pas d'un Comité d'entreprise.

Le Comité d'entreprise de la société Pressimo Online, principale filiale opérationnelle de SeLogger.com, a été réuni le 1^{er} octobre 2010 en vue de l'informer sur le projet d'Offre d'Axel Springer.

Préalablement à ces réunions, l'ensemble des informations devant être transmis au Comité d'entreprise en application de la législation et des règlements en vigueur a été dûment communiqué.

7. Accords susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre

A l'exception de l'Accord, qui n'a pas été transmis à la Société, il n'existe à ce jour, à la connaissance de la Société, aucun accord en vigueur susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.

8. Eléments susceptibles d'avoir une incidence en cas d'offre publique

8.1 Structure et répartition du capital

Le capital social de SeLoger.com de 3 329 360,60 €, est divisé en 16 646 503 actions, entièrement libérées, toutes de même catégorie.

Sur la base des déclarations de franchissements de seuils reçues par la Société et des autres informations publiques disponibles, les principaux actionnaires identifiés de SeLoger.com sont, à la date de la présente note en réponse, les suivants :

Actionnaires	Nombre d'actions et de droits de vote*	% du capital et des droits de vote*
Axel Springer	2 058 116	12,36
Caledonia Private Investments Pty ⁽¹⁾	1 803 225	10,83
Lone Pine Capital LLC ⁽²⁾	1 656 187	9,94
Le Peigné	1 507 364	9,06
Fonds Fidelity ⁽³⁾	1 444 121	8,68
Capital Research and Management Company ⁽⁴⁾	909 329	5,46
Threadneedle Asset Management Ltd	829 725	4,98
Tiger Global Management, LLC	815 335	4,90
JP Morgan Asset Management	753 608	4,53
Morgan Stanley	680 352	4,09
Axa IM	664 571	3,99
Fonds Gartmore Investment Management	622 000	3,74
Coatue ⁽⁵⁾	497 734	2,99
Moneta ⁽⁶⁾	279 578	1,68
Jean-Fabrice Mathieu	263 358	1,58
Centaurus Capital LP ⁽⁷⁾	107 755	0,65
UBS Investment Bank	134 550	0,81
Autres actionnaires	1 619 595	9,73
Total	16 646 503	100,00

* droits de vote théoriques au sens de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

⁽¹⁾ selon déclaration de franchissement de seuil en date du 13 septembre 2010, publiée sur le site de l'AMF sous la référence D&I 210C0900 du 14 septembre 2010 et déclaration des achats et ventes en période d'offre publique du 8 octobre 2010, publiée sur le site de l'AMF sous la référence D&I 210C1038 du 11 octobre 2010.

⁽²⁾ selon déclaration de franchissement de seuil en date du 20 juillet 2010, publiée sur le site de l'AMF sous la référence D&I 210C0701 du 27 juillet 2010.

⁽³⁾ selon déclaration des achats et ventes en période d'offre publique en date du 1^{er} novembre 2010, publiée sur le site de l'AMF sous la référence D&I 210C1126 du 3 novembre 2010.

⁽⁴⁾ selon déclaration de franchissement de seuil en date du 20 juillet 2010, publiée sur le site de l'AMF sous la référence D&I 210C0675 du 23 juillet 2010.

⁽⁵⁾ selon déclaration de franchissement de seuils statutaires en date du 8 octobre 2010

⁽⁶⁾ selon déclaration de franchissement de seuil statutaire en date du 22 octobre 2010

⁽⁷⁾ selon déclaration des achats et ventes en période d'offre publique en date du 3 novembre 2010, publiée sur le site de l'AMF sous la référence D&I 210C1144 du 5 novembre 2010.

A la connaissance de la Société, aucun actionnaire autre que ceux mentionnés ci-dessus ne détient, directement ou indirectement, seul ou de concert, un nombre d'actions représentant au moins 1 % du capital ou des droits de vote de la Société.

8.2 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L.233-11 du Code de commerce

Aucune restriction statutaire n'est applicable à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions. Aucune convention en vigueur n'a été portée à la connaissance de la Société en application de l'article L.233-11 du Code de commerce.

8.3 Participations directes et indirectes dans SeLoger.com

A la date de la présente note en réponse, les actionnaires détenant plus de 5% du capital et des droits de vote de SeLoger.com sont à la connaissance de la Société :

- Axel Springer qui détient, indirectement par l'intermédiaire d'AS Online Beteiligungs GmbH, 12,36% du capital et des droits de vote ;
- Caledonia Private Investments qui détient 10,83% du capital et des droits de vote ;
- Lone Pine Capital LLC qui détient 9,94% du capital et des droits de vote ;
- Le Peigné (groupe Arnault) qui détient 9,06% du capital et des droits de vote ;
- Les Fonds Fidelity qui détiennent 8,68% du capital et des droits de vote ;
- Capital Research and Management Company qui détient 5,46% du capital et des droits de vote

La Société n'a pas connaissance d'autres actionnaires détenant plus de 5% de son capital ou de ses droits de vote au [3] novembre 2010.

8.4 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci

Aucun titre émis par la Société ne comporte de droits de contrôle spéciaux.

8.5 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

La Société n'a pas mis en place de plan d'épargne d'entreprise. En revanche, le Groupe a développé au sein de ses filiales une politique d'épargne salariale et a notamment conclu un accord de participation signé le 6 octobre 2006 (voir le paragraphe 17.2 du document de référence 2009 de la Société, déposé le 29 avril 2010 à l'AMF).

8.6 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote

La Société n'a connaissance d'aucun accord d'actionnaires en vigueur pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote.

8.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Directoire, du Conseil de Surveillance et à la modification des statuts de SeLoger.com

A l'exception de la limite d'âge imposée par les statuts aux membres du Directoire et du Conseil de surveillance de la Société, aucune clause statutaire ne prévoit de dispositions différentes de celles prévues par la loi en matière de nomination et de remplacement des membres ou en matière de modification des statuts.

8.8 Pouvoirs du Directoire, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres

8.8.1 Délégations accordées par l'Assemblée générale des actionnaires

Outre les pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi et les statuts, le Directoire dispose des délégations mentionnées ci-après, inapplicables en période d'offre (à l'exception de celle qui concerne les rachats d'actions) :

	Date de l'Assemblée	Durée	Montant nominal maximal autorisé
Rachat d'actions	27 mai 2010	18 mois	10% du capital
Réduction du capital par annulation d'actions	16 juin 2009	26 mois	10% du capital
Augmentation de capital par incorporation de réserves, bénéfices ou primes	16 juin 2009	26 mois	500 000 €*
Augmentation de capital par émission d'actions et de valeurs mobilières donnant accès à des actions de la Société avec maintien du droit préférentiel de souscription	16 juin 2009	26 mois	750 000 €*
Augmentation du montant d'une émission initiale, avec maintien ou suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires	16 juin 2009	26 mois	15% de l'émission
Augmentation de capital par émission d'actions et de valeurs mobilières donnant accès à des actions de la Société avec suppression du droit préférentiel de souscription	16 juin 2009	26 mois	750 000 €*
Augmentation de capital par émission d'actions et de valeurs mobilières, avec maintien du droit préférentiel de souscription, dans le cadre de l'article L. 225-136 1°) du Code de commerce (offre au public)	16 juin 2009	26 mois	10% du capital
Augmentation de capital par émission d'actions ou de valeurs mobilières en vue de rémunérer des apports en nature ou une offre publique d'échange	16 juin 2009	26 mois	10% du capital
Emission d'options de souscription ou d'achat d'actions aux mandataires sociaux ou aux salariés du groupe	16 juin 2009	38 mois	3% du capital*
Attribution gratuite d'actions aux mandataires sociaux ou aux salariés du groupe	16 juin 2009	38 mois	3% du capital*
Augmentation de capital par émission d'actions ou de valeurs mobilières réservées aux salariés adhérant à un PEE	16 juin 2009	26 mois	2,5% du capital*

* Résolutions soumises à un plafond global de 900.000 € en valeur nominale.

8.8.2 Plans d'options de souscription d'actions et actions gratuites

Les modalités des plans d'options de souscription d'actions de la Société et la répartition desdites options sont décrites au paragraphe 21.1.4.2 du document de référence 2009 de la Société.

58 100 actions sont susceptibles d'être émises en cas d'exercice d'une partie des options de souscription d'actions du plan n°2 (1^{ère} et 2^{ème} tranches) et des options de souscription d'actions du plan n°3 au cours de la période d'Offre et de sa réouverture éventuelle :

- Les options de la 1^{ère} tranche du plan n°2 sont exerçables depuis le 18 décembre 2009. Elles permettent de souscrire au total 10 000 actions SeLogger.com. Les options de la 2^{ème} tranche du plan 2 seront exerçables à compter du 18 décembre 2010. Elles permettront de souscrire au total 15 000 actions SeLogger.com.

- Les options de souscription émises dans le cadre du plan 3 seront exerçables à compter du 18 décembre 2010. Elles permettront de souscrire au total 33 100 actions SeLogger.com.

Les autres options de souscription émises par la Société ne sont pas susceptibles d'être exercées pendant la durée de l'Offre.

La Société a également procédé à l'attribution gratuite d'actions dans les conditions décrites au paragraphe 21.1.4.3 du document de référence 2009 de la Société.

En outre, depuis la date du dernier document de référence de la Société, le Directoire de la Société, faisant usage de l'autorisation de l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de la Société réunie le 16 juin 2009, a décidé, le 1^{er} juillet 2010, d'attribuer gratuitement 99 500 actions de la Société au profit des salariés et des mandataires sociaux du groupe. L'acquisition de ces actions ne sera définitive qu'au terme d'une période d'acquisition d'une durée minimale de deux ans à compter de leur attribution effective.

Le tableau ci-dessous récapitule l'ensemble des caractéristiques de ces actions attribuées gratuitement le 1^{er} juillet 2010.

Actions Gratuites 5, 6 et 7**	
Date de l'Assemblée générale	16 juin 2009
Date du Directoire	1 ^{er} juillet 2010
Nombre d'actions gratuites nouvelles autorisées susceptibles d'être émises	99 500
Nombre de bénéficiaires des actions gratuites	20
<i>Dont membre du Directoire</i>	6
Date d'attribution effective des actions gratuites	voir commentaires*
Effet dilutif maximum des actions gratuites	0,60 %

* date d'attribution effective des actions gratuites : 2 ans à compter du 1^{er} janvier 2010 et 3 ans à compter du 1^{er} janvier 2010 pour la tranche 2 des AGA n°6.

** le plan n°7 concerne 6 000 actions attribuées gratuitement et comporte des dispositions spécifiques, communes avec les plans n°2 et n°6, prévoyant que le bénéficiaire conservera les actions qui lui ont été attribuées gratuitement, bien qu'il ne soit plus présent en tant que mandataire social dirigeant ou salarié, dans l'hypothèse d'un licenciement pour une cause autre qu'une faute grave ou lourde au sens du droit du travail, ou d'une modification substantielle de ses fonctions imposée de manière unilatérale, dans un délai de 12 mois suivant tout changement de contrôle de la Société au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce.

L'effet dilutif des options de souscription et des actions attribuées gratuitement est à la date du présent document le suivant :

	Nombre maximum d'actions susceptibles d'être émises	Effet dilutif maximum
Options 1	127 000	0,76%
Options 2 et 3	73 100	0,44%
Options 4	14 500	0,08%
Options 5	6 000	0,04%
Actions gratuites 1	28 000	0,17%
Actions Gratuites 2 et 3	60 300	0,36%
Actions gratuites 4	500	0,003%
Actions gratuites 5, 6 et 7	99 500	0,60%
Total	408 900	2,453%

Les salariés de SeLogger.com détiennent en outre 100 000 actions souscrites dans le cadre de l'Offre Réservée aux Salariés. Ces actions sont indisponibles pendant une durée de cinq années à compter de leur souscription, c'est-à-dire jusqu'en décembre 2011 (cf. prospectus ayant reçu le visa de l'AMF n°06-409 du 15 novembre 2010).

8.8.3 Pouvoirs soumis à l'autorisation préalable du Conseil de surveillance

L'article 13.4 des statuts de SeLogger.com prévoit qu'outre les cas prévus à l'article L. 225-68 du Code de commerce, le Directoire doit solliciter l'autorisation préalable du Conseil de Surveillance pour la réalisation des opérations suivantes :

- la souscription d'emprunts, obligataires ou non, d'un montant supérieur à 5 000 000 € ;
- la conclusion ou la dénonciation de tous accords industriels ou commerciaux engageant l'avenir de la Société avec toutes autres entreprises ayant un objet analogue ou connexe à celui de la Société et, plus généralement, la réalisation de toutes opérations majeures de nature à modifier de manière substantielle le périmètre d'activité ou la structure financière de la Société et de son groupe ;
- l'achat, la vente, l'échange ou l'apport de tout immeuble d'exploitation, fonds de commerce ou participation, d'une valeur supérieure à 5 000 000 €.

8.9 *Impact d'un changement de contrôle sur les accords conclus par la Société*

Le changement de contrôle, tel que défini par l'article L. 233-3 du Code de commerce, est susceptible d'entraîner l'exigibilité anticipée immédiate de la dette *senior* de SeLogger.com d'un montant initial brut de 80 millions €. Le montant exigible à la date de la présente note en réponse est de 32 millions €.

8.10 *Accords prévoyant des indemnités de départ et de licenciement pour les membres du Directoire ou les salariés, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'offre publique*

A l'exception du contrat de travail conclu avec M. Roland Tripard, qui comporte une clause d'indemnisation, aucun des contrats de travail conclus avec les membres du Directoire ni aucun accord conclu avec les membres du Directoire ne comporte d'engagement exceptionnel et, en particulier, des indemnités en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si l'emploi prend fin en raison d'une offre publique.

Dans un souci de meilleure gouvernance, le Conseil de surveillance du 11 Octobre 2010 a demandé à M. Roland Tripard de renoncer au contrat de travail qui le lie à la société Pressimmo on line, M. Tripard disposant par ailleurs d'un mandat de Président du Directoire de SeLogger.com.

La société a souscrit une couverture de Garantie Sociale pour les dirigeants d'entreprise lui permettant de bénéficier d'une couverture en cas de perte d'emploi. Cette couverture comporte une année de carence à compter de la date de souscription. Le Conseil a décidé d'octroyer une indemnité à M. Tripard en cas de licenciement survenant pendant la période de carence, d'un montant de 170 000 euros.

En dehors de ces engagements, il n'existe aucun accord prévoyant des indemnités pour les membres du Directoire ou les salariés de la Société, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique.

9. Rapport de l'expert indépendant

9.1 Raisons de la désignation de l'expert indépendant

L'Accord conclu entre Axel Springer en vue d'acquérir une participation de 12,36 % du capital de la Société auprès d'un groupe d'actionnaires, dont Messieurs Amal Amar (645 727 actions) et Fabrice Robert (15 000 actions), respectivement Président du Conseil de surveillance et membre du Conseil de surveillance, à un prix identique de 34 € par action, est susceptible d'affecter l'indépendance desdits membres au sein du Conseil de surveillance.

Dans la mesure où l'Accord est susceptible de générer une situation de conflit d'intérêts potentiel au sein du Conseil de surveillance de nature à nuire à l'objectivité de son avis motivé sur l'Offre, le Conseil a ainsi décidé, le 4 octobre 2010 de désigner le cabinet Finexsi en qualité d'expert indépendant, sur le fondement de l'article 261-1 I 2° du règlement général de l'AMF.

En outre, dans le cadre de l'article 261-1 II du règlement général de l'AMF, le cabinet Finexsi a été également chargé d'examiner les conditions du retrait obligatoire qui pourrait être réalisé à l'issue de l'Offre.

Dans ce cadre, le cabinet Finexsi, représenté par Messieurs Olivier Peronnet et Eric Le Fichoux, a pour mission d'évaluer la société SeLogger.com et d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

9.2 Rapport de l'expert indépendant

Conformément à l'article 231-19 3° du règlement général de l'AMF et à l'article 3 de l'instruction AMF n° 2006-07 du 25 juillet 2006, la Société a décidé de préserver la confidentialité de certaines informations figurant au 4.2.1.1 ci-dessous du rapport de l'expert indépendant (plan d'affaires).

« Aux membres du Conseil de surveillance de la société SELOGGER.COM,

Dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat (« OPA ») suivie d'un éventuel retrait obligatoire, initiée par AS ONLINE BETEILIGUNGS GMBH (AS ONLINE) visant les titres de la société SELOGGER.COM, et en application des dispositions prévues à l'article 261-1 I et 261-1 II du Règlement général de l'AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS (AMF), nous avons été chargés d'apprécier le caractère équitable des conditions financières de l'offre, en qualité d'Expert indépendant désigné le 4 octobre 2010 par le Conseil de surveillance de SELOGGER.COM.

Notre nomination est notamment motivée par les conflits d'intérêts potentiels visés par l'article 261-1 I du Règlement général de l'AMF et résultant de la cession à AS ONLINE préalablement à l'offre, d'actions de la société SELOGGER.COM par messieurs AMAL AMAR et FABRICE ROBERT, respectivement Président et membre du Conseil de Surveillance de la société SELOGGER.COM et Messieurs DENYS CHALUMEAU, GILLES BLANCHARD et JEAN-PHILIPPE CHEVALIER, membres du Directoire de la société SELOGGER.COM. Cet accord de cession avec l'initiateur de l'offre est susceptible d'affecter l'indépendance des organes de direction au sens de l'article 261-1 2° du Règlement général de l'AMF.

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents publics et les informations qui nous ont été transmis par SELOGGER.COM et la banque présentatrice de l'offre. Ces documents ont été considérés comme exacts et exhaustifs et n'ont pas fait l'objet de vérification particulière de notre part. Nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous avons seulement vérifié la vraisemblance et la cohérence. Cette mission n'a pas consisté à procéder à un audit des états financiers, des contrats, des litiges et de tout autre document qui nous ont été communiqués.

Conformément à l'article 262-1 du Règlement général de l'AMF, nous vous présentons notre rapport d'expertise sur les conditions financières de l'offre précitée.

1. Présentation de l'opération

1.1 Présentation de SELOGGER.COM

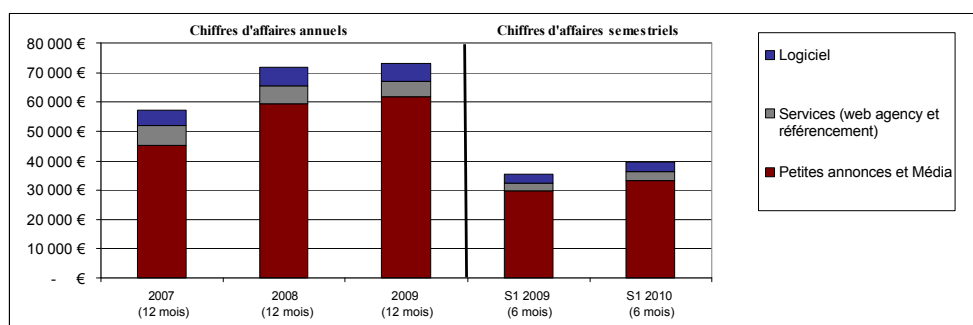
La société SELOGGER.COM est une société anonyme de droit français à Directoire et Conseil de surveillance. Elle est la société mère du groupe éponyme créé en 1992 dont l'activité se concentre autour de 3 domaines liés à l'immobilier :

- *Petites Annonces et Médias* (84,4% du chiffre d'affaires consolidé en 2009) qui regroupe la diffusion de petites annonces immobilières professionnelles, la publicité en ligne et les partenariats, ainsi que les services directs aux internautes avec principalement les sites www.seloger.com, www.immostreet.com et www.selogerneuf.com ;
- *L'Activité Services* (7,3% du chiffre d'affaires consolidé en 2009) qui regroupe l'activité de Web Agency et la gestion de l'intercabinet ;
- *L'activité Logiciels* (8,3% du chiffre d'affaires consolidé en 2009) avec la société PERICLES qui commercialise des logiciels de gestion des transactions pour les agents immobiliers.

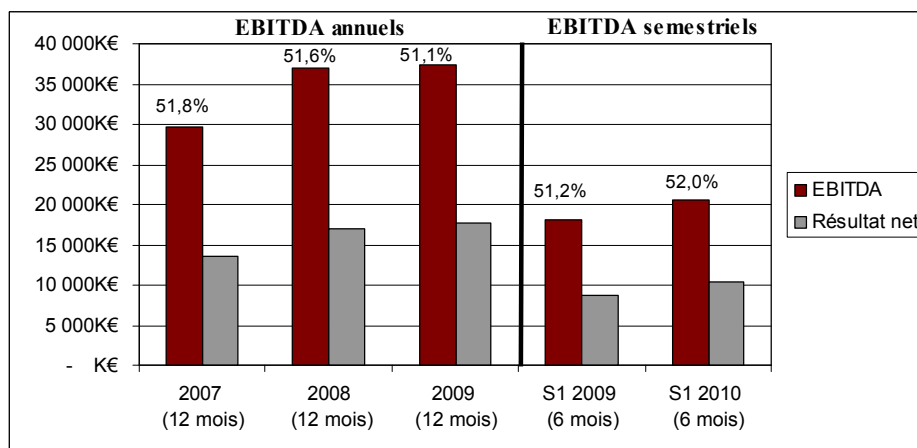
SELOGER.COM est leader sur le marché français des annonces immobilières sur Internet.

Le groupe a réalisé un chiffre d'affaires de 73 M€ au 31 décembre 2009 pour un EBITDA de 37,3 M€ soit 51,1 % de marge d'EBITDA. Pour le premier semestre 2010, le chiffre d'affaires s'élève à 39,4 M€ et l'EBITDA à 20,5 M€ soit 52 % de marge d'EBITDA.

L'évolution et la répartition du chiffre d'affaires par activité depuis 2007 sont les suivantes :



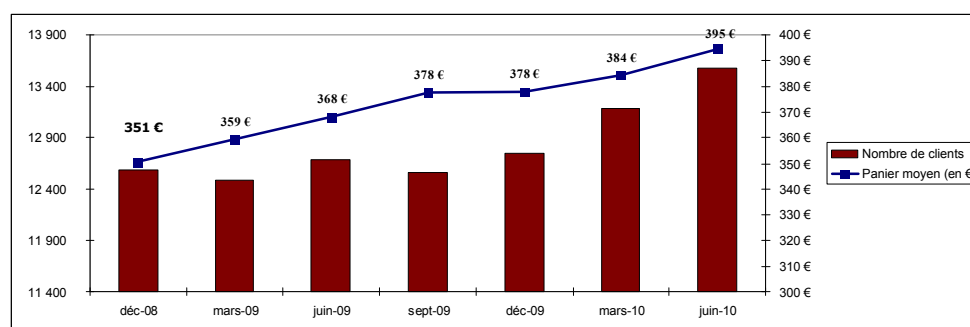
L'évolution de l'EBITDA, du taux de marge et du résultat depuis 2007 est la suivante :



Notons la progression continue du chiffre d'affaires et de l'EBITDA en valeur, ainsi que l'amélioration du taux de marge d'EBITDA entre juin 2009 et 2010 qui montrent la robustesse du modèle dans un contexte de fléchissement du marché immobilier.

L'activité Petites Annonces et Medias est l'activité principale du groupe leader français de l'annonce immobilière notamment avec le site www.seloger.com et www.immostreet.com (environ 2,75 millions de visiteurs uniques par mois). Les différents portails du groupe constituent la plus importante offre d'annonces immobilières en ligne de France (plus de 2,284 millions d'annonces en décembre 2009) représentant au 31 décembre 2009 un portefeuille de 11 966 professionnels facturés pour l'activité Petites Annonces (hors promoteurs immobiliers). L'essentiel de la clientèle du groupe est constitué d'agences immobilières liées au groupe par des contrats d'abonnement.

Le tableau suivant présente l'évolution trimestrielle depuis décembre 2008 du nombre de clients Petites Annonces et Média facturés (activités : petites annonces, neuf, luxe, bureaux et commerce) ainsi que l'évolution du panier moyen (en €) :



Evolution du nombre de clients et du panier moyen du groupe.

En un an et demi, le panier moyen a connu une croissance de 10%.

1.2 Contexte de la présente opération

Au terme d'un contrat d'acquisition d'actions signé le 9 septembre 2010, la société AS ONLINE (filiale de la société AXEL SPRINGER AG) a acquis, hors marché, le 15 septembre 2010, 2 058 116 actions pour un prix de 34 € par action auprès des actionnaires suivants de la société SELOGER.COM :

-	AMAL AMAR :	645 727 actions
-	DENIS CHALUMEAU :	487 016 actions
-	MANON CHALUMEAU :	73 530 actions
-	JULIETTE CHALUMEAU :	73 530 actions
-	LOUIS CHALUMEAU :	73 530 actions
-	TARJA BLANCHARD :	231 106 actions
-	GILLES BLANCHARD :	241 736 actions
-	JEAN-PHILIPPE CHEVALIER :	87 572 actions
-	LAURENT CHALUMEAU :	26 003 actions
-	VINCENT ROUSSET :	44 586 actions
-	FABRICE ROBERT :	15 000 actions
-	JEAN-MARIE RETIF :	58 780 actions

A l'issue de cette opération, la société AS ONLINE, détient directement 12,36% du capital et des droits de vote de la société SELOGER.COM.

Le 9 septembre 2010, AXEL SPRINGER a annoncé son intention⁷ de lancer une offre publique volontaire sur le solde des titres composant le capital de SELOGER.COM à un prix de 34 €. La période de préoffre a débuté le 10 septembre 2010.

Le 15 septembre 2010, le Conseil de surveillance de SELOGER.COM, qui s'était réuni la veille, a annoncé qu'il considérait que le prix de 34 € par action figurant dans le communiqué du groupe AXEL SPRINGER ne reflétait pas la valeur intrinsèque du groupe SELOGER.COM ni ses perspectives de croissance. Le Conseil de surveillance indique également que Messieurs AMAL

⁷ Intention confirmée à l'AMF le 15 septembre 2010 (cf. communiqué AMF du 16 septembre 2010)

AMAR et FABRICE ROBERT respectivement Président et membre du Conseil de surveillance, signataires de l'acte de cession du 9 septembre 2010, n'ont pas participé aux débats et au vote afin de prévenir toute situation de conflit d'intérêts.

Après la réalisation de l'acquisition des 12,36%, AS ONLINE a déposé, le 28 septembre 2010, un projet d'OPA susceptible d'être suivie d'un éventuel retrait obligatoire.

Le Conseil de surveillance de SELOGER.COM qui s'est réuni le 28 septembre 2010 a indiqué que ce projet d'offre publique n'avait pas été déposé en concertation avec le Conseil de surveillance et qu'il revêtait donc un caractère inamical. Le Conseil de surveillance réitère ses propos du 15 septembre 2010 au sujet du prix d'offre et considère que le projet de note d'information ne « met en évidence aucune perspective de synergies entre Axel Springer AG et SeLoger.com, et émet donc des réserves sur l'intérêt stratégique de l'opération proposée ».

Nous intervenons en qualité d'Expert indépendant désigné le 4 octobre 2010 par le Conseil de surveillance de SELOGER.COM dans le cadre de cette OPA.

1.2 Termes de l'OPA suivie d'un éventuel retrait obligatoire

Le 28 septembre 2010, BNP PARIBAS (BNPP) agissant pour le compte de la société AS ONLINE a déposé auprès de l'AMF un projet d'offre publique d'achat visant les actions de la société SELOGER.COM. L'initiateur s'engage irrévocablement à acquérir au prix unitaire de 34 € la totalité des 14 588 387 actions SELOGER.COM (soit 87,64% du capital et des droits de vote) non détenues par lui.

L'offre vise également les actions susceptibles d'être émises pendant l'offre par l'exercice des options de souscriptions d'actions attribuées aux salariés de SELOGER.COM, soit un nombre maximal de 221 000 actions⁸. Les actions gratuites attribuées (acquises mais en période de conservation) ne sont pas visées par l'offre compte tenu de l'indisponibilité légale et/ou fiscale qui s'attache à ces actions.

Nous observons que ces options de souscriptions d'actions, dont les modalités de conversion sont « dans la monnaie »⁹, peuvent de ce fait avoir une incidence dilutive sur le capital de la société. Il en est de même pour les actions gratuites.

L'offre est soumise à la condition suspensive, prévue à l'article 231-11 du Règlement général de l'AMF, de l'obtention de l'autorisation de L'AUTORITE DE LA CONCURRENCE prévue à l'article L. 430-5 du Code de commerce au titre du droit des concentrations.

En application des articles 237-14 et suivants du Règlement général de l'AMF, l'initiateur se réserve la faculté de demander, dans un délai de trois mois à l'issue de la clôture de l'offre et si les conditions requises sont remplies, la mise en œuvre d'un retrait obligatoire visant les actions SELOGER.COM non présentées à l'offre.

Si un retrait obligatoire n'est pas mis en œuvre dans les conditions visées ci-dessus, l'initiateur se réserve également la faculté, dans l'hypothèse où il viendrait à détenir au moins 95% des droits de vote de SELOGER.COM, de déposer un projet d'offre publique de retrait suivie, le cas échéant, d'un retrait obligatoire visant les actions SELOGER.COM.

2. Déclaration d'indépendance

Le cabinet FINEXSI, ainsi que ses associés,

- sont indépendants au sens des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'AMF et sont en mesure à ce titre d'établir la déclaration d'indépendance prévue par l'article 261-4 dudit Règlement général ci-dessous, et ne se trouvent notamment dans aucun des cas de conflit d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF 2006-08 ;
- disposent de façon pérenne des moyens humains et matériels nécessaires à l'accomplissement de leur mission, ainsi que d'une assurance ou d'une surface financière suffisante en rapport avec les risques éventuels liés à cette mission.

Le cabinet FINEXSI atteste de l'absence de tout lien connu de lui avec les personnes concernées par l'offre et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement lors de l'exercice de sa mission.

⁸ Estimation faite par l'initiateur au 29 avril 2010

⁹ Cours de bourse supérieur au prix d'exercice de l'option

3. *Diligences effectuées*

Les diligences mises en œuvre par FINEXSI dans le cadre de cette mission comprennent, conformément aux dispositions de l'article 262-1 du Règlement général de l'AMF et de son instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée des recommandations de l'AMF en date du 28 septembre 2006 et modifiées le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010 :

- *la prise de connaissance générale du contexte spécifique dans lequel se situe l'opération envisagée ;*
- *l'examen des situations de conflits d'intérêts qui pourraient avoir des conséquences économiques défavorables pour les porteurs de titres visés par l'offre ;*
- *un examen des transactions intervenues précédemment sur le capital de la société SELOGER.COM ;*
- *une analyse des comptes historiques, de l'activité et du plan d'affaires de la société avec la Direction générale et la Direction financière du groupe ;*
- *la mise en œuvre d'une approche multicritères de la valeur de la société SELOGER.COM comprenant l'application de méthodes d'évaluation et l'examen de références de valorisation ;*
- *une analyse critique des éléments d'appréciation du prix de l'offre proposés par la BNP PARIBAS CORPORATE & INVESTMENT BANKING, établissement présentateur de l'opération, avec laquelle nous avons tenu plusieurs réunions de travail ;*
- *des échanges avec la banque NOMURA, conseil de la société SELOGER.COM.*

Le détail de nos diligences figure en annexe.

4. *Evaluation de la société SELOGER.COM*

Conformément aux dispositions de l'article 262-1 du Règlement général de l'AMF, nous avons procédé à notre propre évaluation multicritères de la société SELOGER.COM exposée ci-après.

4.1 *Présentation des méthodes d'évaluation*

4.1.1 *Méthodes d'évaluation écartées*

4.1.1.1 *Actif net comptable consolidé*

Cette méthode ne nous paraît pas pertinente dans la mesure où elle reflète l'accumulation des résultats historiques et des apports des actionnaires mais ne tient pas compte de la capacité de la société à générer des résultats futurs qui n'est pas reflétée par l'actif net comptable consolidé. De plus, les immobilisations corporelles et incorporelles (marques, contrats, relation clientèle) de SELOGER.COM sont inscrites au bilan à leurs valeurs historiques (coût d'acquisition ou juste valeur à la date d'acquisition).

A titre purement informatif, l'actif net comptable consolidé par action SELOGER.COM s'établit à 10,97 €¹⁰ sur la base des comptes consolidés au 30 juin 2010.

4.1.1.2 *Actif net réévalué*

Cette méthode ne nous paraît pas pertinente pour évaluer un groupe comme SELOGER.COM.

L'actif net réévalué est une méthode patrimoniale qui consiste à évaluer séparément les actifs et passifs inscrits au bilan de la société. Elle est adaptée pour évaluer des conglomérats ou des groupes diversifiés pour lesquels les comptes ou les projections financières agrégées ne peuvent pas être analysés en tant que tels.

¹⁰ Calculé sur une base diluée

4.1.1.3 Méthode du rendement

Cette méthode qui consiste à actualiser des dividendes futurs ne sera pas retenue comme une méthode de référence car la société SELOGER.COM ne dispose pas d'un historique de distribution de dividendes suffisant. De plus, le dividende n'est pas représentatif de la totalité des flux générés par l'activité, et son niveau dépend de la politique de financement et de distribution de la société.

La société SELOGER.COM a distribué en 2010, un dividende de 0,33 € par action au titre de l'exercice 2009 mais n'avait distribué aucun dividende depuis sa constitution en novembre 2005.

4.1.1.4 Multiples issus de transactions récentes intervenues dans le secteur

L'approche par les multiples de transactions comparables consiste à appliquer aux agrégats de la société les multiples de transactions sur des sociétés comparables (Multiples de Chiffre d'affaires / EBITDA / EBIT ou Résultat Net).

Dans le cadre de l'opération, ce critère de valorisation serait adapté mais ne nous semble pas le plus pertinent dans la mesure où les différentes transactions intervenues récemment ne nous paraissent pas constituer un échantillon fiable de comparaison.

Les transactions identifiées, intervenues en 2010, comme se rapprochant le plus de l'opération sont :

- La double transaction entre les sociétés SCHIBSTED et SPIR COMMUNICATION sur l'échange de 50% des titres des sociétés CAR & BOAT MEDIA (au profit de SPIR COMMUNICATION) et LEBONCOIN.FR (au profit de SCHIBSTED) en septembre 2010 ;
- L'OPA-S du Groupe FIGARO sur ADENCLASSIFIEDS en septembre 2010 pour le rachat de 9,53% des actions non détenues par l'initiateur.

LEBONCOIN.FR est un site d'annonces généralistes et gratuites sur Internet, majoritairement entre particuliers. Le site Internet tire ses revenus principalement d'options payantes pour mettre en avant les annonces, d'outils de publication pour les professionnels et de la publicité en ligne. Le site a une taille très inférieure à SELOGER.COM (18 M€ de chiffre d'affaires pour 2009) même si l'entreprise prévoit de doubler son chiffre d'affaires en 2010, avec une audience en hausse d'environ 40%.

CAR & BOAT MEDIA est une société regroupant des sites spécialisés dans les petites annonces Internet de ventes de voitures et de bateaux avec notamment les sites : LACENTRALE, CARADISIAC, et LES ANNONCES DU BATEAU. L'ensemble des sites de la société génère une audience moyenne de 3,9 millions de visiteurs unique par mois en 2009.

ADENCLASSIFIEDS est un groupe constitué de plusieurs sites Internet français, intervenant sur 3 secteurs : le recrutement (avec les sites CADREMPLOI, KELJOB et CADRESONLINE notamment), la formation (avec le site KELFORMATION notamment) et l'immobilier (avec notamment EXPLORIMMO, PROPRIETES DE FRANCE, INDICATEUR BERTRAND). Selon le document de référence 2009 d'ADENCLASSIFIEDS, le groupe est le 3^{ème} acteur du marché français des annonces immobilières derrière SELOGER.COM et AVENDREALOUEUR. Cependant, la rentabilité du groupe est bien inférieure à celle de SELOGER.COM (marge d'EBITDA inférieure à 20%).

Ces trois opérations ne présentent pas un caractère comparable à SELOGER.COM du fait de leurs spécificités :

- Aucune des trois sociétés visées n'est directement comparable comme décrit ci-dessus ;
- Aucun des contextes d'opération ne peut directement s'approcher de l'OPA étudiée. Dans le cas de LEBONCOIN.FR et CAR & BOAT MEDIA, il s'agit d'un échange de titres et du paiement d'une soulte se traduisant par le passage d'un contrôle conjoint à un contrôle exclusif. Dans le cadre de l'OPA-S d'ADENCLASSIFIEDS il s'agit d'un rachat d'intérêts minoritaires (9,53%), permettant ainsi à l'initiateur de détenir l'intégralité du capital.

Ainsi, l'application de multiples sur les ratios de la société SELOGER.COM sur la base de cet échantillon, ne présente pas, à notre avis, un critère pertinent d'évaluation.

A titre d'information, nous présentons les résultats qui seraient obtenus sur la base de l'échantillon susvisé, en retenant le critère du multiple d'EBITDA :

Date	Acquerreur	Cible	Pays	CA 2010	EBITDA	VE	Multiple EBITDA
22/09/2010	Schibsted ASA	Leboncoin.fr	France	36,54	21,56	393,55	18,25
22/09/2010	Spir Communication	Car&Boat Media SAS	France	45,60	13,33	118,94	8,92
29/09/2010	Groupe Figaro	Adenclassifieds	France	61,00	9,00	136,00	15,11
Moyenne							14,09

Etant noté les écarts importants sur les multiples constatés, la valeur de l'action SELOGER.COM sur la base du multiple moyen ressortirait à 37,8 € par action.

4.1.2 Méthodes d'évaluation retenues

Nous avons retenu une approche multicritères mettant en œuvre une méthode d'évaluation intrinsèque et une méthode d'évaluation par analogie, reposant sur les critères suivants :

- Une approche intrinsèque fondée sur l'actualisation des flux de trésorerie futurs ;
- Une méthode d'évaluation analogique fondée sur les multiples observés sur des sociétés cotées comparables.

Nous avons complété nos travaux par l'analyse des références de valorisation suivantes :

- Le cours de bourse de la société SELOGER.COM ;
- Les objectifs de cours de bourse des analystes ;
- Les transactions récentes sur le capital de la société.

4.1.2.1 Actualisation des flux de trésorerie futurs

La méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs mesure la capacité d'une entreprise à dégager de la trésorerie disponible pour l'actionnaire majoritaire. La valeur de l'entreprise est égale à la somme des flux de trésorerie d'exploitation disponibles après impôt sur l'horizon explicite des prévisions, actualisés au taux de rentabilité exigé par l'ensemble des pourvoyeurs de fonds (le coût moyen pondéré du capital) et de la valeur terminale actualisée retenue à la fin de l'horizon explicite.

Cette méthode permet de reconnaître la valeur attribuable aux perspectives de développement de la société.

Les flux de trésorerie futurs estimés ont été établis sur la base du plan d'affaires transmis par la société SELOGER.COM. Ce plan d'affaires a été élaboré par le management sur une période allant de 2010 à 2016. Nous avons prolongé l'horizon explicite de ce plan d'affaires jusqu'en 2020, année que nous avons considérée comme normative.

Le coût moyen pondéré du capital (CMPC) a été retenu à hauteur du coût des fonds propres, le groupe étant en situation nette de trésorerie positive.

La valeur terminale est calculée à la fin de l'horizon explicite (soit 2020) du plan d'affaires sur la base d'un flux de trésorerie normatif actualisé à l'infini en tenant compte d'un taux de croissance estimé à long terme de ce dernier flux.

4.1.2.2 Multiples observés sur des sociétés cotées comparables

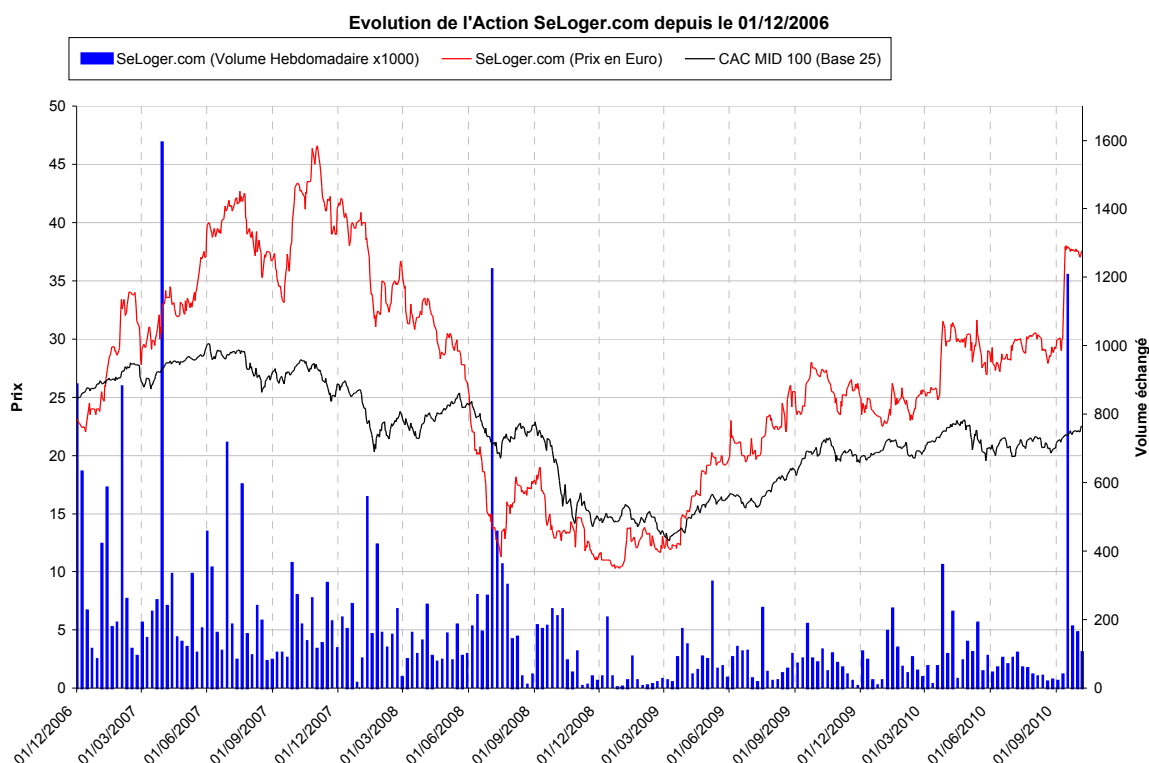
La méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par application de multiples, observés sur un échantillon d'autres sociétés cotées du même secteur d'activité, aux agrégats jugés significatifs. Nous avons retenu l'EBITDA¹¹ qui est l'agrégat le plus pertinent, tel que communément admis par les évaluateurs et les analystes pour ces activités.

L'EBITDA est calculé avant les dotations aux amortissements et provisions et permet de limiter l'impact des distorsions résultant de politiques d'amortissements différentes entre les sociétés de l'échantillon. Nous avons appliqué aux EBITDA estimés pour 2010, 2011 et 2012 de SELOGER.COM les multiples observés sur les mêmes périodes.

¹¹ EBITDA : résultat opérationnel courant + dotations aux amortissements et provisions nettes de reprises

4.1.2.3 Cours de bourse

L'action SELOGER.COM est admise sur le compartiment B de NYSE EURONEXT PARIS (Code ISIN FR0010294595). L'action est cotée depuis le 30 novembre 2006 et a évolué comme suit depuis son introduction en bourse.



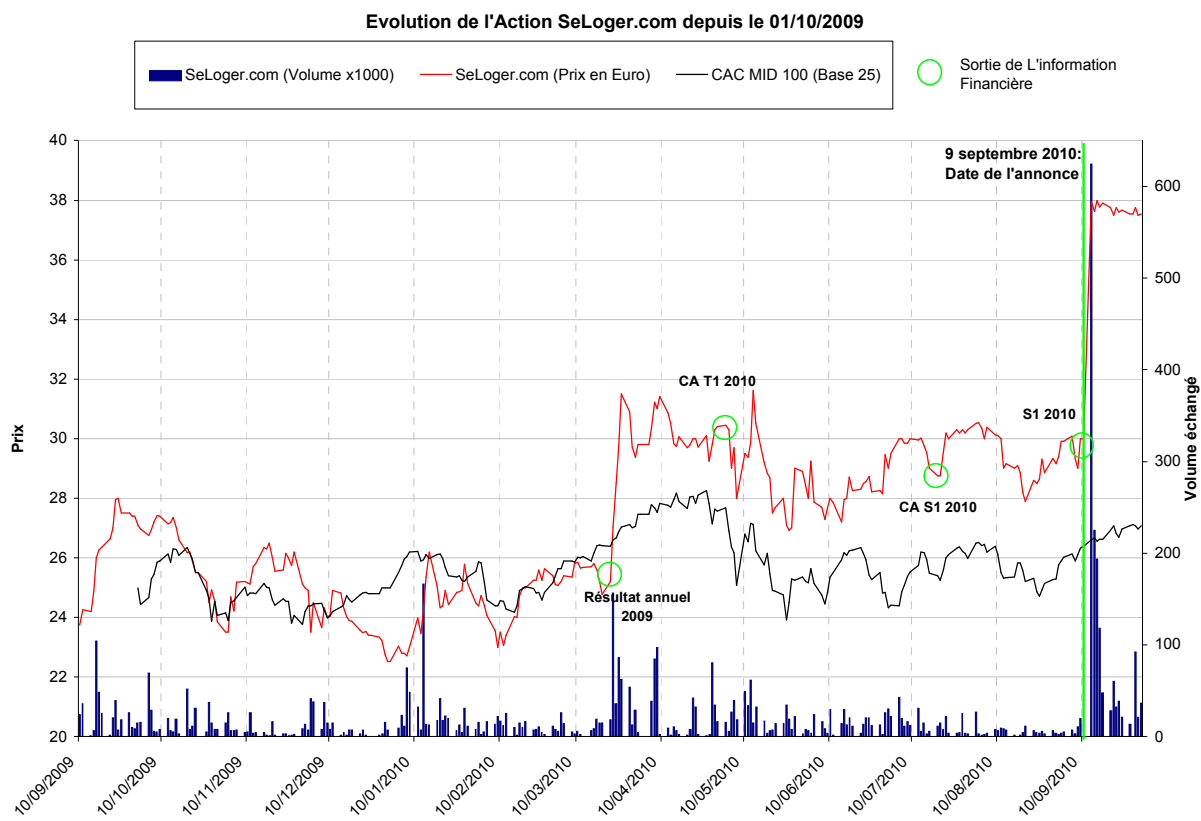
Le nombre d'actions émises est de 16 646 503 actions et le flottant s'établit selon la société SELOGER.COM à 76,6%¹² (calculé hors actions détenues par les fondateurs et un investisseur financier). L'action SELOGER.COM fait partie notamment des indices SBF 250, CAC IT, CAC Mid 100 et EURONEXT 100.

Le cours de bourse est un instrument de mesure du prix des actions de la société librement négocié sous réserve d'un niveau de flottant et de liquidité suffisant.

Sur les 12 derniers mois (antérieurs au 10 septembre 2010) le volume moyen d'actions SELOGER.COM échangé est de 16,7 milliers d'actions par jour (soit environ 452 K€ / jour de cotation). Sur une période de 12 mois, le volume quotidien échangé exprimé en pourcentage du flottant s'établit dans une fourchette de 0,001% à 1,303% (avec une moyenne de 0,13%). Le plus haut volume échangé sur cette période est de 166,1 milliers (le 13 janvier 2010) et le plus bas de 0,1 millier (le 12 mars 2010).

¹² Source : site internet de la société SELOGER.COM

Le cours de bourse de l'action SELOGER.COM a évolué comme suit depuis le 10 septembre 2009 jusqu'au 30 septembre 2010 comparativement avec l'indice CAC Mid 100 (rebasé) :



Source : THOMSON FINANCIAL (Cours de clôture, volume quotidien).

Il convient de relever les événements suivants :

- 22 mars 2010 : La société annonce des résultats qui sont conformes à l'hypothèse haute des objectifs annoncés. Le chiffre d'affaires et le résultat net sont en hausse respectivement de 1,9% et 3,9%. Le taux de marge d'EBITDA est de 51% du chiffre d'affaires. La société annonce pour 2010 le « retour à un rythme de croissance solide à deux chiffres ». La guidance 2010 est un chiffre d'affaires compris entre 81 M€ et 84 M€ et un EBITDA entre 42 M€ et 44 M€. La hausse importante du cours de bourse à cette date est principalement liée à l'annonce de la guidance 2010, qui sera confirmée dans les communiqués suivants ;
- 4 mai 2010 : Le chiffre d'affaires du premier trimestre est en hausse de 10% et la guidance 2010 est confirmée ;
- 19 juillet 2010 : Le chiffre d'affaires du premier semestre progresse de 11,2%. Les objectifs 2010 sont confirmés ;
- 9 septembre 2010 : La société publie des résultats semestriels en forte progression avec un résultat net en hausse de 20% et un taux d'EBITDA à 52%. Les objectifs de fin d'année sont confirmés. Notons que le même jour sont intervenus le rachat du bloc de 12,36% et l'annonce du projet d'OPA.

4.1.2.4 Objectifs de cours de bourse des analystes

Le titre SELOGER.COM est régulièrement suivi par plusieurs analystes : ARKEON FINANCE, EXANE BNP PARIBAS, BANK OF AMERICA MERILL LYNCH, CA CHEUVREUX, GILBERT DUPONT, GOLDMANN SACHS, HSBC, ID MIDCAPS, SOCIETE GENERALE et UBS.

Nous avons retenu les objectifs de cours des analystes tels qu'ils figurent dans les notes de recherche disponibles avant la publication des résultats semestriels du 30 juin 2010.

Pour les notes publiées après l'annonce des résultats et l'annonce concomitante de l'opération (soit après le 9 septembre 2010) et pour lesquelles l'objectif de cours a été revu à la hausse par les analystes, nous avons retenu l'objectif de cours issu de la mise en œuvre de méthodes intrinsèques et analogiques (DCF et/ou multiples de sociétés comparables) tel que présenté dans les notes de recherche.

Cette approche permet de tenir compte des objectifs de cours révisés après la publication des résultats semestriel 2010 et de la confirmation de la guidance 2010, et ainsi de « retraiter » les objectifs de cours qui intègrent éventuellement une part de spéculation liée à l'annonce de l'offre d'Axel SPRINGER intervenue le même jour.

4.1.2.5 Transactions récentes intervenues sur le capital de SeLogger.com

Cette méthode consiste à évaluer la société par référence aux transactions significatives intervenues récemment sur son capital. Dans ce cadre, nous avons obtenu communication et analysé le contrat d'acquisition du 9 septembre 2010 par lequel la société AS ONLINE a fait l'acquisition, hors marché, de 12,36% du capital et des droits de vote de la société SELOGGER.COM pour un prix unitaire par action de 34 €.

4.1.3 Données de référence de la société SELOGGER.COM

4.1.3.1 Nombre d'actions diluées retenu

A la date de l'offre, le capital social de la société s'élevait à 3.329.300,60 €, divisé en 16 646 503 actions d'une valeur nominale de 0,20 €.

Le nombre d'actions diluées de la société SELOGGER.COM a été déterminé en tenant compte des actions gratuites et du nombre d'actions résultant des options attribuées à la date de l'évaluation, en utilisant la méthode du rachat d'actions pour ces dernières. Cette méthode consiste à utiliser la trésorerie provenant de l'exercice des options de souscription attribuées exerçables et dans la monnaie pour acquérir des actions nouvelles. Ainsi, une partie des actions nouvelles créées lors de l'exercice des options est annulée par ce rachat.

Le cours de bourse de référence de l'action SELOGGER.COM retenu pour le calcul du nombre d'actions diluées est celui au 30 septembre 2010 soit 37,5 €.

Sur cette base, le nombre d'actions retenu pour les besoins de la présente évaluation est de 16 909 724 actions, tel que déterminé comme suit :

Nombre d'actions (au 30 septembre 2010)	16 646 503
Nombre potentiel d'actions résultant des options	221 000
Nombre potentiel d'actions résultant des actions gratuites	188 300
Nombre d'actions propres annulées	-9 780
Nombre d'actions propres annulées (rachat d'actions)	-136 299
Nombre d'actions diluées	16 909 724

4.1.3.2 Dette financière nette

La dette financière nette estimée au 30 septembre 2010 a été déterminée comme suit :

Calcul de la dette financière (en M€)	30/09/2010
Dettes financières LT et CT	32,0
+ Intérêts minoritaires	0,0
+ Provisions pour retraites et engagements assimilés	0,3
- Trésorerie et équivalents	(32,7)
- Actifs financiers non courants	(0,3)
= Dette financière nette ajustée	(0,7)

Source : Management SeLogger.com

La société SELOGGER.COM est en situation de trésorerie positive estimée à 0,7 M€ à fin septembre 2010.

4.2 Mise en œuvre et résultats des différents critères d'évaluation retenus

4.2.1 Actualisation des flux de trésorerie futurs

4.2.1.1 Le plan d'affaires¹³

Le plan d'affaires du management s'étend sur la période 2010-2016. Nous avons extrapolé l'horizon explicite jusqu'en 2020, conduisant à atteindre les objectifs en termes de taux de pénétration à l'horizon 2020 au lieu de 2016. Sur le plan de recrutement nous n'intégrons pas les mêmes niveaux de gains de productivité que ceux anticipés par le management.

Le plan d'affaires ainsi retraité repose sur les principales hypothèses suivantes :

- Chiffre d'affaires Petites Annonces :

Le taux de croissance moyen annuel (TCAM) du panier moyen est de 6% entre 2010 et 2020 et le taux de pénétration à l'horizon 2020 s'établit à 81,7% calculé sur une base adressable (nombre de points de ventes) en croissance de 1% par an compensée en partie par la concentration du nombre de clients facturés.

- Chiffre d'affaires autres métiers :

Le TCAM (2010-2020) pour les activités Publicité et Portails Verticaux, l'activité Neuf (site SELOGERNEUF), les activités Services (création de sites internet, hébergement et référencement) et l'activité Logiciel (PERICLES) est de 8,7%.

- Coûts

Le TCAM de la masse salariale sur l'horizon du plan d'affaires extrapolé s'établit à 8,5%. Pour les charges de marketing et des autres natures de charges (presse, services, loyers...) le TCAM est respectivement de 9,1% et de 5,9%.

- EBITDA

[Note : conformément à l'article 231-19 3° du règlement général de l'AMF et à l'article 3 de l'instruction AMF n° 2006-07 du 25 juillet 2006, la Société a décidé de préserver la confidentialité de certaines informations figurant à la présente section.]

Nous retenons pour la valeur terminale un taux d'EBITDA normatif de 55,7%.

4.2.1.2 Détermination des flux

Pour la détermination de la variation du Besoin en Fonds de Roulement d'Exploitation, nous retenons une hypothèse de BFRE correspondant à 36 jours¹⁴ de chiffre d'affaires (soit 10% du chiffre d'affaires annuel).

Nous faisons converger le montant des amortissements annuels avec le montant des investissements (2 M€ / an).

L'impôt sur les sociétés est calculé au taux de 34 %.

4.2.1.3 Taux d'actualisation

Au 30 septembre 2010, le groupe SELOGER.COM présente une situation de trésorerie nette positive. En conséquence aucun levier financier n'a été retenu, lors de la détermination du taux.

Le bêta désendetté a été calculé sur la base de l'échantillon « élargi » des sociétés comparables en intégrant également celui de SELOGER, à partir de la moyenne des bêtas désendettés constatés sur une période de 1 an.

¹³ Conformément à la réglementation applicable, la Société a décidé de préserver la confidentialité de certaines informations concernant le plan d'affaires.

¹⁴ Ratio calculé sur la base des comptes au 30 juin 2010 et au 31 décembre 2009

Le calcul du coût du capital est présenté dans le tableau suivant :

Calcul du CMPC de SeLoger.com		
Taux sans risque	2,70%	(1)
Prime de risque du marché actions	7,26%	(2)
Bêta désendetté	0,95	(3)
Coût des fonds propres	9,62%	
CMPC	9,62%	

(1) : TEC10, moyenne sept 2010

(2) : Moyenne de primes estimées par plusieurs sociétés d'analystes

(3) : Calculé sur la base de l'échantillon des sociétés comparables + SeLoger

4.2.1.4 Valeur terminale

Le taux de marge d'EBITDA a été retenu à 55,7% comme indiqué ci-avant. Le taux de croissance à l'infini du flux normatif à 2% par an, proche de la moyenne des taux retenus par les analystes, et reflétant selon nous une croissance attendue en ligne avec la croissance de l'activité économique sur le long terme.

4.2.1.5 Synthèse de la valeur

DCF	
Somme des cash flow actualisés sur l'horizon explicite	311,4
Valeur terminale actualisée	363,8
Valeur d'entreprise	675,2
Valeur des capitaux propres	675,9
Valeur par action	39,97

L'analyse de sensibilité de la valeur par action aux principaux paramètres retenus (taux d'actualisation et taux de croissance à l'infini) conduit aux résultats suivants :

		Taux de croissance				
		1,50%	1,75%	2,00%	2,25%	2,50%
CMPC	9,12%	41,28	42,09	42,97	43,91	44,91
	9,37%	39,87	40,62	41,42	42,27	43,19
	9,62%	38,55	39,24	39,97	40,76	41,59
	9,87%	37,31	37,94	38,62	39,34	40,11
	10,12%	36,14	36,726	37,35	38,01	38,72

Nous retiendrons à l'issue de cette analyse une fourchette réduite de valeurs de **37,94 € par action à 42,27 € par action avec une valeur centrale de 39,97 €**.

4.2.2 Multiples observés sur des sociétés cotées comparables

La méthode d'évaluation par les multiples boursiers consiste à appliquer aux agrégats financiers prévisionnels de la société SELOGER.COM les multiples observés sur un échantillon de sociétés cotées comparables. En l'espèce, nous avons retenu l'EBITDA¹⁵ de SELOGER.COM comme seul agrégat significatif.

¹⁵ L'EBITDA de SELOGER.COM pour les années 2010, 2011 et 2012 a été retraité du montant des charges liées aux attributions de stocks options et actions gratuites (IFRS 2) réalisées avant le 30 septembre 2010 puisque l'effet dilutif a déjà été appréhendé dans le calcul du nombre d'actions dilué pour SELOGER.COM.

4.2.2.1 Constitution de l'échantillon de sociétés comparables

La constitution d'un échantillon de sociétés directement comparables est rendue complexe du fait que SELOGER.COM est le leader sur son marché. Elle n'a donc aucune société comparable sur le marché français. Devant ce constat, il nous a semblé pertinent de retenir un échantillon constitué des sociétés les plus directement comparables qui interviennent dans le domaine des annonces immobilières sur internet et leaders sur leurs marchés :

- *RIGHT MOVE (Royaume-Uni) : Société spécialisée dans les petites annonces Internet immobilières, leader sur le marché anglais à travers notamment le site Internet Rightmove.co.uk. Son business model repose principalement sur les revenus perçus auprès de professionnels pour la publication d'annonces.*
- *REA GROUP (Australie) : Société australienne, leader sur son marché, spécialisée dans l'annonce immobilière sur internet et les solutions logiciels de publication en ligne pour les professionnels de l'immobilier. Ce groupe est présent dans 7 pays à travers notamment les sites : Property.com, realestate.com, et Hub Online.*

En dépit du nombre limité de sociétés le composant, cet échantillon « restreint » nous paraît néanmoins le plus pertinent pour appréhender les caractéristiques de SELOGER.COM.

A titre informatif, nous avons observé les résultats sur un échantillon « élargi » répondant aux critères suivants :

- *Activité : Petites annonces sur internet,*
- *Business model similaire : Revenus issus principalement d'une clientèle de professionnels (B to B) payant pour la mise en ligne des annonces,*
- *Niveau de rentabilité et taux de croissance de l'EBITDA comparables à SELOGER.COM.*

Ces sociétés moins directement comparables, puisqu'elles interviennent dans le domaine des annonces sur internet dans le secteur de l'automobile et du recrutement, sont les suivantes :

- *CARSALES.COM (Australie) : Leader australien des annonces automobiles en ligne à travers notamment le site Internet www.carsales.com.au. Le groupe opère également sur le secteur des solutions de communication ou services en ligne à destination des professionnels avec ses filiales Datamotive ou Mediamotive.*
- *DICE (Etats-Unis) : Groupe Américain spécialisé dans les petites annonces Internet d'emploi par secteur professionnel. L'ensemble des sites du groupe propose également différents services de formation, développements de carrière ou groupes communautaires. Le groupe opère notamment les sites dice.com, efinancialcareers.com et allhealthcarejobs.com.*
- *SEEK (Australie) : Société spécialisée dans les petites annonces en ligne de recrutement ainsi que les services associés pour les entreprises. Le groupe développe également une activité de formations professionnelles supérieures en ligne. Il opère principalement dans trois pays : L'Australie, la Nouvelle Zélande et la Grande Bretagne.*

Pour les sociétés de l'échantillon « élargi », les profils de marge et de croissance d'EBITDA prévisionnels issus du consensus d'analystes sont les suivants :

Sociétés	Marge EBITDA			% de variation d'EBITDA		
	2010e	2011e	2012e	2010e	2011e	2012e
Right move	65%	67%	66%	35%	17%	9%
Rea Group	43%	45%	47%	18%	24%	16%
Carsales.com	53%	55%	56%	51%	25%	16%
Dice	39%	40%	38%	4%	27%	17%
Seek	44%	47%	48%	43%	31%	16%
Moy. échantillon restreint	54%	56%	56%	27%	20%	13%
Moy. échantillon élargi	49%	51%	51%	30%	25%	15%

D'autres sociétés interviennent notamment dans le domaine de l'annonce de recrutement en ligne, mais avec des écarts de performance et de taille (MONSTER, ADENCLASSIFIEDS) très importants.

Enfin, nous avons exclu toute activité « B to C » dont les modèles et coûts de recrutement sont très différents de ceux de SELOGER.COM.

4.2.2.2 Calcul des multiples et des valeurs par action

Le cours de bourse retenu pour déterminer la valeur de marché des capitaux propres et la valeur d'entreprise de chacune des sociétés de l'échantillon est la moyenne sur 10 jours des cours de clôture au 9 septembre 2010 permettant d'appréhender la prise en compte par le marché de la publication des derniers résultats par les émetteurs.

Nous avons appliqué aux EBITDA prévisionnels de SELOGER.COM pour 2010, 2011 et 2012, la moyenne des multiples obtenus sur les différents échantillons pour chaque année. Nous obtenons les valeurs par action suivantes :

Echantillon « restreint » :

Echantillon restreint Société	VE/EBITDA		
	2010e	2011e	2012e
Right move	14,3x	12,3x	11,2x
Rea Group	15,3x	12,3x	10,6x
Moyenne	14,8x	12,3x	10,9x
<i>en M€</i>			
Valeur d'entreprise induite	664,9	629,8	626,0
Valeur des capitaux propres	665,5	630,4	626,7
Valeur / action (en €)	39,4 €	37,3 €	37,1 €

Source : Thomson Financial - Datastream

Echantillon « élargi » :

Echantillon élargi Société	VE/EBITDA		
	2010e	2011e	2012e
Right move	14,3x	12,3x	11,2x
Rea Group	15,3x	12,3x	10,6x
Carsales.com	16,4x	13,1x	11,3x
Dice	9,1x	7,2x	6,2x
Seek	19,0x	14,5x	12,6x
Moyenne	14,8x	11,9x	10,4x
<i>en M€</i>			
Valeur d'entreprise induite (moy.)	666,7	608,2	594,8
Valeur des capitaux propres (moy.)	667,4	608,9	595,4
Valeur / action (en €)	39,5 €	36,0 €	35,2 €

Source : Thomson Financial - Datastream

Cet échantillon élargi aboutit à une fourchette de valeurs par action de 35,2 € à 39,5 €.

En définitive, nous estimons pertinent de retenir l'échantillon restreint qui aboutit à une fourchette de valeurs par action resserrée de **37,1 € à 39,4 €**.

4.3 Examen des références de valorisation

4.3.1 Cours de bourse de l'action SELOGER.COM

Le tableau suivant présente le cours de bourse au 9 septembre 2010, dernière séance de cotation avant l'annonce de l'offre par AXEL SPRINGER, ainsi que les cours de bourse moyens pondérés avant cette date :

	Cours de clôture de l'action Seloger.com	Volume d'actions échangées par jour en moyenne
Cours au 09/09/2010 (**)	30,00 €	19 700
Moyenne sur 1 mois (*)	29,22 €	5 923
Moyenne sur 2 mois (*)	29,66 €	7 805
Moyenne sur 3 mois (*)	29,26 €	11 050
Moyenne sur 4 mois (*)	29,11 €	12 830
Moyenne sur 5 mois (*)	29,28 €	13 756
Moyenne sur 6 mois (*)	29,25 €	17 420
Moyenne sur 12 mois (*)	27,23 €	16 716
Cours le plus haut sur 12 mois (Le 13/05/2010)	31,60 €	15 200
Cours le plus bas sur 12 mois (Le 31/12/2009)	22,52 €	7 300

Source : Thomson Financial Datastream

(*) Cours de clôture pondéré par les volumes d'actions échangées

(**) Dernière séance de cotation avant l'annonce de l'OPA

Il faut rappeler que l'annonce de l'opération a été concomitante à la publication des résultats semestriels 2010 de SELOGER.COM et que par conséquent les cours de bourse n'intègrent pas la prise en compte par le marché de ces résultats qui sont venus confirmer la guidance communiquée en mars 2010.

Ce constat conduit à privilégier un cours spot et une moyenne de cours (6 mois maximum) qui font ressortir les valeurs de 29,25 € à 30 €. Dans ce contexte il convient d'examiner en complément les objectifs de cours des analystes.

4.3.2 Objectifs de cours de bourse des analystes

Les analystes de EXANE BNP PARIBAS (TP¹⁶ : 40 €), MERRILL LYNCH (TP : 31€), GOLDMAN SACHS (TP : 44,8€) et CA CHEVREUX (TP : 36 €) n'ont pas modifié leurs objectifs de cours après l'annonce des résultats et de l'offre publique.

Les analystes qui ont relevé leurs objectifs de cours après l'annonce de l'opération et des résultats semestriels de SELOGER.COM (soit après le 9 septembre 2010) sont les suivants : ARKEON FINANCE (34 € vs 32 €), GILBERT DUPONT (39,8 € vs 35,9 €), HSBC GLOBAL RESEARCH (40 € vs 35 €), IDMidCAPS (40 € vs 34 €).

Les analystes des banques SOCIETE GENERALE et UBS ont publié des notes après le 9 septembre 2010, respectivement les 10 et 13 septembre 2010, avec des objectifs de cours inchangés et identiques de 35 €. Ce n'est que le 15 septembre 2010 (SOCIETE GENERALE) et le 28 septembre 2010 (UBS) que les objectifs de cours ont été revus à la hausse (respectivement 42 € et 40 €).

Nous avons analysé les raisons des relèvements des objectifs de cours afin de ne retenir dans notre échantillon de consensus des analystes que les objectifs de cours issus de valeurs intrinsèques ou analogiques.

- ARKEON FINANCE

Le 15 septembre 2010, ARKEON FINANCE a révisé son objectif de cours à 34 € contre 32 € précédemment et indique que « le matin de l'annonce d'OPA du groupe Axel Springer, nous nous apprêtons à rehausser notre objectif de cours à 34 € par action afin d'intégrer les bons résultats publiés par le groupe ». Le cours étant de 38 € au 15 septembre 2010, la recommandation passe d'achat à vendre. Elle est justifiée ainsi : « nous modifions notre recommandation à vendre, compte

¹⁶ TP : Target Price = objectif de cours

tenu selon nous de la juste valorisation à ces niveaux de cours et recommandons de viser un objectif compris entre 38 € et 40 €, ce qui correspond respectivement à une prime de 12% et 17% sur notre dernier objectif de cours (34 €) ». Nous retenons donc un objectif de cours de 34 €.

- Gilbert Dupont

Le 10 septembre 2010 (Objectif de cours : 35,9 €), GILBERT DUPONT indique que « compte tenu de la faible prime proposée (12,4%) et de notre objectif de cours (35,9 €) nous ne conseillons pas d'apporter à l'offre d'Axel Springer qui devrait bientôt se matérialiser. Notons que notre TP¹⁷ n'inclut pas une prime de contrôle pour un acteur clairement leader sur son secteur, et qu'il repose sur des hypothèses que nous considérons comme conservatrices (tant au niveau du taux de pénétration, que de l'ARPU¹⁸ et du potentiel d'amélioration de la marge d'EBITDA) ».

Le 15 septembre 2010¹⁹, GILBERT DUPONT relève son objectif de cours pour SELOGER.COM à 39,8€ contre 35,9 € précédemment découlant d'une valorisation par les DCF (40 €) et par comparaison boursière (39,6 €). Ce relèvement est « la conséquence de l'adoption d'hypothèses plus agressives au niveau du TMVA²⁰ du CA, de la marge normative et du taux de croissance à l'infini ». L'argumentaire est le suivant : « nous apprécions la valeur au regard de la qualité de son business model (offre pertinente relativement au média papier, rentabilité très élevée, activité résiliente), du potentiel de développement (9 000 agences restent à conquérir, hausse de prix possible à moyen terme), du basculement en cours du budget marketing des agences immobilières du média papier vers l'internet, et de l'avantage compétitif conféré par le leadership (marginalisation des petits acteurs) ».

Nous retenons donc la valeur obtenue par le DCF et la comparaison boursière qui s'élève en moyenne à 39,8€.

- HSBC

HSBC indique dans sa note du 17/09/2010 qu'elle relève son objectif de cours pour SELOGER.COM de 35 € à 40 € et précise « SELOGER.COM étant la cible d'une offre hostile, nous devons corréliser notre objectif de cours aux prix du marché ».

Néanmoins ce nouvel objectif de cours ressort d'une approche fondamentale - DCF à 40 € (taux sans risque, prime de risque, marge d'EBITDA normative, croissance à l'infini restent inchangés) et d'une valorisation implicite par comparaison boursière à 39 €. La banque indique que les résultats du premier semestre 2010 de SeLoger.com sont en ligne avec ses attentes au niveau opérationnel et qu'elle a revu « marginalement » ses hypothèses de CA et d'EBITDA sur 2010 (nombre de nouveaux clients attendus sur T4 relevé afin d'être en ligne avec le gain de début d'année et progression des coûts de personnel limitée à +10% sur le S2). HSBC revoit également « modérément » à la hausse son estimation de résultat net pour 2010 et 2011. En revanche, l'impact sur le CA 2012 est plus important car l'hypothèse de gains de clients est revue à la hausse (de 100 à 250 clients par trimestre – hypothèse raisonnable voire très conservatrice selon la banque).

Nous retenons donc la valeur obtenue selon le DCF et la comparaison boursière qui s'élève en moyenne à 39,5€.

- IDMidCaps

Le 10 septembre 2010, IDMIDCAPS relève son objectif de cours de 34 € à 40 € et indique que la juste valeur de l'action est de 34 € ce qui constitue un « point de départ » qui intègre des hypothèses plus prudentes que les objectifs du management en termes de part de marché et d'ARPU. La note indique qu'en retenant une part de marché de 83% à l'horizon 2016 et un ARPU de 600 € (représentant 35% des dépenses marketing des agences) la valeur obtenue par les DCF pour l'action SeLoger.com serait de 41,5 €.

Selon IDMIDCAPS, le prix de 34 € proposé par AXEL SPRINGER correspond à la « fair value et n'offre donc aucune prime de contrôle » et que « dans le cadre de l'offre, nous relevons notre fair value à 40 € ».

Dans ces conditions, l'objectif de cours de 40 € incluant une prime de contrôle, il ne sera pas retenu comme tel dans le consensus des analystes après annonce de l'offre. Nous retiendrons un objectif de cours de 34 €.

¹⁷ TP : Target Price

¹⁸ ARPU : Average Revenue Per User (CA mensuel moyen par client)

¹⁹ Note de septembre 2010 intitulée: Rightmove, une histoire riche d'enseignements pour Seloger

²⁰ TMVA : Taux Moyen de Variation Annuelle

- Société Générale

Le 15 septembre 2010, la SOCIETE GENERALE a relevé son objectif de cours à 42 € (vs 35 €). Ce nouvel objectif repose sur une évaluation par les DCF donnant une valeur intrinsèque de 35 € à laquelle est ajoutée une prime de contrôle (en liaison avec l'annonce de l'OPA) de 20%.

Nous retenons dans le consensus des analystes un objectif de cours à 35 € (au 15 septembre 2010) retraité de la prime de contrôle de 20%.

- UBS

Le 13 septembre 2010, l'objectif de cours d'UBS est inchangé à 35 € issu d'une approche « conservatrice » par les DCF avec un taux de pénétration à long terme de 75% (en dessous des estimations du management) et une marge d'EBITDA de 50% à long terme.

Le 28 septembre 2010, UBS modifie son objectif de cours à 40 €. Ce nouvel objectif de cours résulte d'une moyenne pondérée de valeurs issues de deux estimations :

- Nouvelles hypothèses moins conservatrices, portant notamment sur le taux de pénétration et augmentation de l'ARPU dans les trois années à venir, retenues dans la mise en œuvre du DCF conduisant à une valeur intrinsèque de 38,5 € (cette valeur intrinsèque pesant pour 80% dans l'objectif de cours de 40 €) ;
- Prise en compte de la probabilité d'une prime offerte sur le titre SELOGER portant le cours à 46 € (cette valeur pesant pour 20% dans le calcul de l'objectif de cours).

Nous retenons un objectif de cours à 38,5 € pour cet analyste afin de ne pas tenir compte de l'effet « spéculatif » introduit dans le calcul rappelé ci-dessus.

Le tableau suivant présente le consensus des analystes avant et après²¹ l'annonce de l'OPA (le 9 septembre 2010 au soir).

Analystes / dates	Arkeon Finance	Exane BNPP	BofA Merrill Lynch	CA Cheuvreux	Gilbert Dupont	Goldman Sachs	HSBC	IDMidCaps	SG	UBS	Moyenne hors extrêmes
05/05/2010			31,0	36,0							
19/07/2010					35,3					35,0	
20/07/2010	32,0							34,0	35,0		
22/07/2010							35,0				
10/08/2010						44,8					35,3 €
03/09/2010		40,0									
06/09/2010				36,0					35,0		
08/09/2010					35,9	44,8					
09/09/2010											
10/09/2010		40,0	31,0	36,0				34,0 (1)	35,0		
13/09/2010				36,0		44,8			35,0 (1)	35,0	
15/09/2010	34,0				39,8	44,8					
16/09/2010		40,0									
17/09/2010				36,0			39,5				37,1 €
24/09/2010					39,8						
27/09/2010											
28/09/2010										38,5 (1)	
01/10/2010				36,0					35,0 (1)		

(1) : Objectif de cours corrigé

La moyenne des objectifs de cours avant l'annonce des résultats semestriels et de l'offre ressort à 35,8 € pour l'ensemble des analystes et à 35,3 € hors extrêmes (31 € pour BANK OF AMERICA et 44,8 € pour GOLDMAN SACHS).

Après le 9 septembre 2010, la moyenne des objectifs de cours, éventuellement retraités, ressortant du consensus des analystes s'élève à 37,1 € hors extrêmes.

4.3.3 Les transactions récentes sur le capital de la société

La dernière transaction significative intervenue sur le capital a eu lieu le 15 septembre 2010. Elle correspond à l'acquisition par AS ONLINE (filiale de la société AXEL SPRINGER AG), hors marché, de 2 058 116 actions SELOGER.COM auprès de plusieurs dirigeants de SELOGER.COM, représentatives au total d'un bloc minoritaire de 12,36%. Cette acquisition réalisée au prix de 34 € par action, soit le prix de l'offre, a fait l'objet d'un contrat d'acquisition conclu le 9 septembre 2010.

²¹ Consensus éventuellement retraité

Nous avons eu communication de ce contrat que nous avons analysé. Ce dernier prévoit un mécanisme d'ajustement de prix par lequel AS ONLINE s'engage à verser aux cédants un complément de prix dans la situation où :

- AS ONLINE (ou toute société du groupe AXEL SPRINGER) acquerrait d'autres actions de la société SELOGER.COM auprès d'un tiers préalablement à l'ouverture de l'OPA à un prix par action supérieur à 34 €, et/ou
- le prix définitif par action versé par AS ONLINE (ou toute société du groupe AXEL SPRINGER) dans le cadre de l'OPA serait supérieur à 34 € (y compris dans le cas où AS ONLINE augmenterait son prix par action offert à la suite d'une offre concurrente faite par un tiers).
- Le complément de prix serait égal à la différence positive entre le « nouveau » prix et le prix de 34 € multiplié par le nombre d'actions transférées par les cédants à AS ONLINE.

Par ailleurs, cette offre intégrait l'engagement de lancer une offre sur l'ensemble du capital de SELOGER.COM au prix de 34 €. Il nous a été confirmé qu'il n'existait pas d'autre accord entre le groupe AXEL SPRINGER et les cédants.

Notons que la clause de complément de prix, si elle trouvait à s'appliquer, serait susceptible de remettre en cause la pertinence du prix de 34 € en tant que référence. Ce prix est une référence pertinente de bloc minoritaire.

5. Analyse critique des éléments d'appréciation du prix établis par la banque présentatrice

5.1 Choix des critères d'évaluation

Nous sommes en accord avec la banque présentatrice sur le choix des méthodes d'évaluation retenues, à l'exception de l'approche par les multiples de transactions comparables. Nous considérons que les transactions retenues par BNPP ne concernent pas des sociétés directement comparables à SELOGER.COM raison pour laquelle, nous avons pour notre propre évaluation écarté cette approche. La mise en œuvre des différents critères appelle plusieurs remarques de notre part.

5.2 Mise en œuvre des différents critères

5.2.1 Actualisation des flux de trésorerie futurs

Le projet de note d'information de BNPP présente plusieurs hypothèses ayant servi à la construction du plan d'affaires, base de calcul des flux de trésoreries futurs actualisés. Ces hypothèses sont les suivantes :

Plan d'affaires

Le plan d'affaires retenu par BNPP pour la période 2010 – 2012 a été préparé sur la base d'un consensus d'analystes. Au-delà de 2012, le plan d'affaires pour la période 2013 – 2018 prévoit un atterrissage progressif de la croissance du plan d'affaires jusqu'en 2018 reposant sur des hypothèses différentes des nôtres.

Pour le prolongement du plan d'affaires sur la période 2013 à 2018, la banque présentatrice de l'offre a retenu une hypothèse de diminution progressive de la croissance annuelle du chiffre d'affaires pour atteindre 3% dès 2018, mais ne communique pas sur les hypothèses de base adressable, des taux de pénétration et de progression du revenu moyen par client.

BNPP retient une hypothèse de diminution progressive de la marge d'EBITDA pour atteindre 52% en 2018 (dernière année de l'horizon explicite du plan d'affaires retenu par la banque) très en retrait comparé aux objectifs du management.

Dettes financières

La dette financière nette prévisionnelle a été estimée par BNPP à partir de la moyenne des estimations des analystes au 31 décembre 2010, soit 13,4 M€ de trésorerie nette positive. En revanche, pour nos travaux d'évaluation nous avons estimé la dette nette au 30 septembre 2010 pour un montant de 0,7 M€ de trésorerie nette positive.

Coût moyen pondéré du capital

Le taux d'actualisation retenu par la banque (9,5%) est très proche de celui que nous retenons (9,6%) dans l'approche d'évaluation présentée ci-dessus.

Taux de croissance perpétuelle

Un taux de croissance perpétuelle de 1,5 % a également été retenu par la banque pour la détermination de la valeur terminale, qui nous paraît faible dans le modèle de croissance de l'entreprise.

5.2.2 Multiples observés sur des sociétés comparables

L'échantillon retenu par la banque inclut les sociétés ADENCLASSIFIEDS, MEETIC, MONSTER WORLDWIDE et MOVE INC. que nous n'avons pas retenues dans notre échantillon « élargi » pour les raisons suivantes :

- **MONSTER WORLDWIDE**, leader mondial des annonces de recrutement, présent dans plus de 50 pays dans le monde a un niveau de marge d'EBITDA de l'ordre de 10,8%, très éloigné de la performance de SELOGER.COM.
- **MOVE INC**, bien qu'étant positionné sur le même secteur d'activité que SELOGER.COM, le modèle de MOVE INC. qui opère sur le marché américain, repose sur des annonces postées gratuitement. Par conséquent, le modèle de développement de la société est différent et cette dernière connaît des difficultés²², ce qui la rend très difficilement comparable à SELOGER.COM. Notons qu'aucun analyste suivant le titre SELOGER.COM ne retient cette société comme comparable.
- **ADENCLASSIFIEDS**, intervient sur le marché du recrutement principalement et de l'immobilier. Cette société ne présente pas une rentabilité comparable à SELOGER.COM. Cette société n'est pas en position de leader sur son marché comme l'est SELOGER.COM.
- **MEETIC**, site de rencontre, a un modèle de développement très différent. La clientèle est constituée de particuliers payant un abonnement pour une période donnée, générant par construction un taux très faible de fidélisation client. La conquête de nouveaux clients nécessite des efforts commerciaux importants, expliquant des taux de marge d'EBITDA relativement plus faibles (taux de marge d'EBITDA d'environ 25%).

5.2.3 Multiples observés sur des transactions portant sur des sociétés comparables

Tel qu'indiqué précédemment en l'absence de transactions récentes portant sur des sociétés directement comparables, la mise en œuvre de ce critère ne nous paraît pas pertinente.

Les transactions sur STEPSTONES et MATCH.COM ne nous semblent pas constituer des références pertinentes.

5.2.4 Objectifs de cours de bourse des analystes

BNPP présente cette approche à titre informatif en ne retenant que les objectifs de cours publiés par les différents analystes de recherche suivant le titre SELOGER.COM publiés avant le 10 septembre 2010 en remontant jusqu'au 5 mai 2010.

La banque présente une fourchette de cours comprise entre 31 € et 44,8 € et une médiane à 35 €.

En retenant cette approche, BNPP ne tient pas compte de la révision des objectifs de cours faite par les analystes après l'annonce des résultats semestriels 2010 de SELOGER.COM faite le 9 septembre 2010.

²² Ces difficultés ressortent de l'extrait Form 10K, 2009 page 8 : "Except for net income of \$20.9 million in 2006, and \$0.5 million in 2005, we have incurred net losses every year since 1993 including net losses of \$6.9 million, \$29.2 million and \$0.3 million for the years ended December 31, 2009, 2008 and 2007, respectively. We have an accumulated deficit of approximately \$2.0 billion. Current market conditions around residential real estate make it difficult to project if we will become consistently profitable in the future. Furthermore, we have been making significant changes to our organizational structure and our business models. While these changes are being implemented with the belief that they will strengthen our business and our market position in the long run, there can be no assurance that these changes will generate additional revenue or a more efficient cost structure, which will be needed to return to profitability".

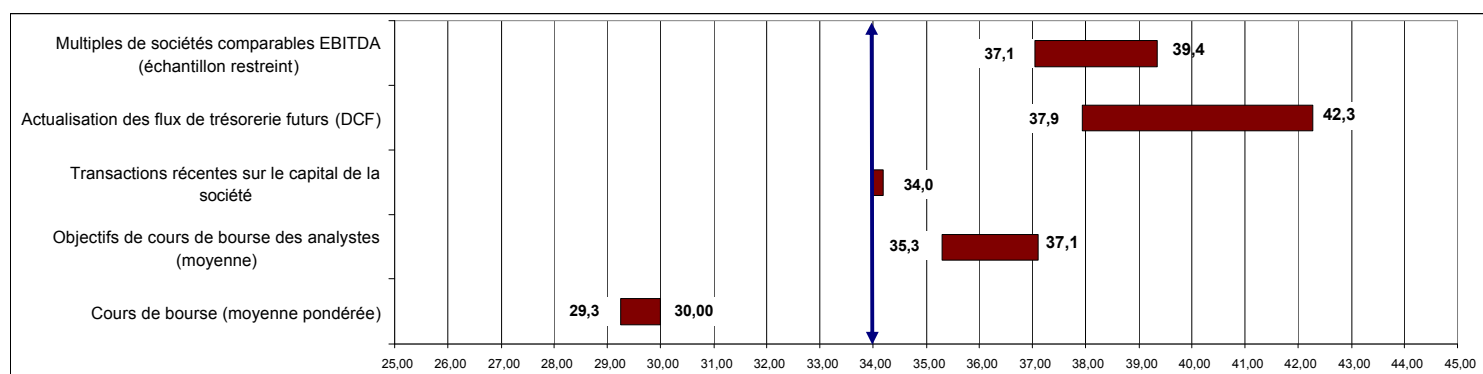
6. Appréciation du prix proposé par l'initiateur de l'offre

6.1 Synthèse de l'approche d'évaluation multicritères

La valeur d'une action SELOGER.COM suivant les différentes méthodes de valorisation que nous avons mises en œuvre est la suivante :

Méthodes	Mini	Max
<i>Approche intrinsèque</i>		
Actualisation des flux de trésorerie futurs (DCF)	37,9 €	42,3 €
<i>Approche analogique</i>		
Multiples de sociétés comparables EBITDA (échantillon restreint)	37,1 €	39,4 €
<i>Références de valorisation</i>		
Cours de bourse (Moyenne 6 mois / cours 09/09/10)	29,3 €	30,0 €
Objectifs de cours de bourse des analystes (Moyenne hors extrêmes)	35,3 €	37,1 €
Achat bloc 12,36%	34,0 €	34,0 €

Le positionnement du prix offert, soit 34 € par rapport aux différents critères se présente comme suit :



6.2 Comparaison des valeurs obtenues et des primes et décotes induites

Synthèses des évaluations	Valeur d'une action SeLogger.com (en €)				Prime / Décote induite par le Prix de l'offre			
	Banque présentatrice		Expert indépendant		Banque présentatrice		Expert indépendant	
	Mini	Max	Mini	Max	Mini	Max	Mini	Max
Cours de bourse	27,2	30,0	29,3	30,0	24,9%	13,3%	16,2%	13,3%
Objectifs de cours de bourse des analystes	31,0	44,8	35,3	37,1	9,7%	-24,1%	-3,7%	-8,4%
Achat bloc 12,36%	34,0	34,0	34,0	34,0	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Actualisation des flux de trésorerie futurs (DCF)	29,3	33,3	37,9	42,3	15,9%	2,2%	-10,4%	-19,6%
Multiples de sociétés comparables	28,3	34,5	37,1	39,4	20,3%	-1,4%	-8,3%	-13,6%
Multiple de transactions comparables	23,8	30,2	N/A	N/A	42,6%	12,7%	N/A	N/A
Prix de l'offre	34							

6.3 Appréciation sur le prix de l'offre

Les valeurs par action obtenues par la mise en œuvre des méthodes d'évaluation intrinsèques et analogiques s'inscrivent dans une fourchette de 37,1 € (multiples de comparables boursiers) à 40 € (valeur centrale du DCF).

Ces valeurs reposent notamment sur le plan d'affaires élaboré par la Direction de SELOGGER.COM, lequel reflète l'ambition du management au regard du potentiel de croissance de l'activité Média - Petites annonces (augmentation du taux de pénétration, capacité à faire progresser le panier moyen), des relais de croissance développés par la société (logement neuf, locaux commerciaux, activité d'agence web) et enfin de la position incontestable et incontestée à ce jour de leader qu'occupe SELOGGER.COM sur son marché.

Ces constatations nous conduisent à formuler les observations suivantes sur le caractère équitable du prix proposé de 34 € :

- Celui-ci s'inscrit dans la continuité du prix par action payé par AS ONLINE pour l'acquisition, hors marché, le 9 septembre 2010 d'un bloc minoritaire (12,36% du capital) à certains des dirigeants et offre ainsi à l'ensemble des actionnaires d'accéder à la liquidité et donc la possibilité de sortir aux mêmes conditions avec une prime par rapport aux cours de bourse historiques avant l'annonce du projet d'OPA, de +13,3% à +16,2% selon les cours de référence retenus. Il convient d'observer que ces cours de bourse de référence incluent l'effet de l'annonce du chiffre d'affaires du deuxième trimestre intervenue en juillet 2010 mais n'incluent pas l'effet de l'annonce des résultats semestriels, intervenue le jour de l'annonce de l'OPA.
- De plus, nous rappelons que l'offre vise la prise de contrôle du groupe SELOGGER.COM. Or, on doit observer que le prix offert conduit à constater une décote de -8,3% sur la base du critère des comparables boursiers, lequel correspond à une approche minoritaire, et une décote de -14,9% sur la base du DCF, critère dominant dans le cadre d'une prise de contrôle majoritaire.

Fait à Paris, le 25 octobre 2010

FINEXSI

ERIC LE FICHOUX

OLIVIER PERONNET

Annexe

Présentation du cabinet FINEXSI :

L'activité de FINEXSI s'inscrit dans le cadre des métiers réglementés par l'ORDRE DES EXPERTS COMPTABLES et la COMPAGNIE NATIONALE DES COMMISSAIRES AUX COMPTES. Elle regroupe principalement les activités suivantes :

- *Audit ;*
- *Acquisitions et cessions d'entreprises ;*
- *Apports et fusions ;*
- *Evaluation et expertise indépendante ;*
- *Expertise et conseil financiers dans le cadre de litiges.*

Pour mener à bien ces missions, le cabinet emploie des collaborateurs dont l'essentiel a un niveau d'expérience et d'expertise élevé dans chacune de ces spécialités.

Liste des missions d'expertises indépendantes réalisées par le cabinet FINEXSI au cours des 12 derniers mois :

FINEXSI n'est pas intervenu en qualité d'Expert indépendant au cours des 12 derniers mois.

Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers :

FINEXSI est adhérent à l'ASSOCIATION PROFESSIONNELLE DES EXPERTS INDEPENDANTS (APEI), association reconnue par l'AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS en application de l'article 263-1 et suivants de son règlement général.

FINEXSI applique des procédures visant à protéger l'indépendance du cabinet, éviter les situations de conflits d'intérêts et contrôler, sur chaque mission, la qualité des travaux réalisés et des rapports avant leur émission.

Montant de la rémunération perçue :

Notre rémunération pour cette mission s'élève à 70 000 euros, hors taxes, frais et débours.

Description des diligences effectuées :

Le programme de travail détaillé suivant a été mis en œuvre :

Travaux préparatoires
<i>Prise de connaissance et acceptation de la mission</i>
<i>Orientation des travaux et planification des ressources</i>
<i>Rédaction de la lettre de mission</i>
Travaux d'évaluation
<i>Analyse des facteurs de risques et de valorisation</i>
<i>Prise de connaissance et collecte des informations sur le secteur</i>
<i>Prise de connaissance des informations financières historiques de SELOGER.COM</i>
<i>Revue du plan d'affaires du management de SELOGER.COM, analyse et entretiens avec le management de la société</i>
<i>Mise en œuvre d'une approche de valorisation multicritères :</i> • <i>Réalisation d'un DCF à partir du plan d'affaires du management</i> • <i>Recherche et analyse de comparables boursiers</i> • <i>Recherche et analyse de transactions comparables</i> • <i>Analyse du cours de bourse de SELOGER.COM</i> • <i>Analyse des objectifs de cours des analystes suivant le titre SELOGER.COM</i> • <i>Analyse de la transaction intervenue le 15 septembre 2010 sur le capital de SELOGER.COM</i>
<i>Prise de connaissance des éléments d'appréciation des conditions de l'opération présentées par la banque présentatrice de l'offre, analyse et entretiens avec ses représentants.</i>

Travaux de synthèse
<i>Rédaction du rapport</i>
<i>Revue indépendante</i>
<i>Obtention d'une lettre d'affirmation auprès de SELOGER.COM</i>
<i>Présentation des conclusions</i>

Calendrier de l'étude :

4 octobre 2010	Conseil de surveillance de SELOGER.COM désignant le cabinet FINEXSI en qualité d'Expert indépendant
5 octobre 2010	Lettre de mission
6 octobre 2010	Réunion de présentation de la société et de ses activités chez SELOGER.COM en présence de NOMURA
11 octobre 2010	Réunion de présentation du plan d'affaires par SELOGER.COM en présence de NOMURA
12 octobre 2010	Réunion avec BNP PARIBAS, banque présentatrice de l'offre pour présentation des éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par celle-ci
12 octobre 2010	Réunion avec le management de SELOGER.COM, en présence de NOMURA, sur le plan d'affaires et la stratégie commerciale de la société
18 octobre 2010	Réunion avec BNP PARIBAS sur les éléments d'appréciation du prix de l'offre
19 octobre 2010	Réunion avec la Direction financière de SELOGER.COM sur les projections du plan d'affaires
19 octobre 2010	Réunion avec BNP PARIBAS sur l'analyse du plan d'affaires établi par la banque et sur le contrat d'acquisition du 9 septembre 2010
19 octobre 2010	Réunion avec NOMURA banque conseil de la société SELOGER.COM sur les travaux d'évaluation menés par la banque conseil
22 octobre 2010	Revue indépendante du rapport du cabinet FINEXSI
25 octobre 2010	Présentation des conclusions du rapport FINEXSI au Conseil de surveillance de SELOGER.COM
26 octobre 2010	Remise du rapport d'évaluation

Liste des personnes rencontrées :

Société SELOGER.COM :

- Monsieur ROLAND TRIPARD, Président du Directoire ;
- Monsieur IVAN TORTET, Directeur Administratif et Financier.

Banque présentatrice de l'offre (BNP PARIBAS CORPORATE & INVESTMENT BANKING) :

- Monsieur MARC DEMUTH, Managing Director ;
- Monsieur GUILLAUME PLASSARD, Director ;
- Monsieur MAXIME PERRIN, Vice Président ;
- Madame MURIEL ATIAS, Vice Président.

Banque conseil de SELOGER.COM (NOMURA) :

- *Monsieur GUILLAUME D'HAUTEVILLE, Vice Chairman ;*
- *Monsieur ALEXIS SINGER, Executive Director ;*
- *Monsieur JULIEN PAJOT, Executive Director ;*
- *Monsieur DAMIEN BON.*

Sources d'information utilisées :

Informations communiquées par la société SELOGER.COM :

- *Plan d'affaires 2010-2016 et principaux documents servant à sa construction ;*
- *Estimation de la dette financière nette au 30 septembre 2010*
- *Tableau de bord de septembre 2010*
- *Procès verbaux (non signés) du Conseil de surveillance et du Directoire de SELOGER.COM pour les années 2009 et 2010*

Informations de marché :

- *Communiqués de SELOGER.COM en 2010 ;*
- *Déclaration à l'AMF concernant le projet d'offre ;*
- *Communication financière de SELOGER.COM sur les exercices 2009 et 2010 ;*
- *Communication financière semestrielle de SELOGER.COM au 30 juin 2010 ;*
- *Cours de bourse, comparables boursiers, consensus de marché : THOMSON FINANCIAL - DATASTREAM ;*
- *Données de marchés (Taux sans risque, prime de risque, bêta...) : THOMSON FINANCIAL, BANQUE DE FRANCE, ASSOCIES EN FINANCE, FAIRNESS FINANCE, JOURNAL DES FINANCES.*
- *Transactions : Base EPSILON RESEARCH*
- *Notes d'analystes : THOMSON RESEARCH*
- *Projets de note d'information sur l'offre présentée par BNPP*

Informations communiquées par NOMURA :

- *Notes et Approches confidentielles de valorisation de la société SELOGER.COM (Projet)*
- *Notes d'analystes*

Informations communiquées par BNP PARIBAS CORPORATE AND INVESTMENT BANKING :

- *Contrat d'acquisition d'actions du 9 septembre 2010*
- *Présentation confidentielle du Business plan ayant servi au DCF réalisé par la banque présentatrice*
- *Notes d'analystes*

Personnel associé à la réalisation de la mission :

Les associés signataires, OLIVIER PERONNET et ERIC LE FICHOUX, ont été assistés de NICOLAS BENECH, Manager disposant d'une expérience de 11 années et de deux collaborateurs disposant d'1 à 3 années d'expérience.

La revue indépendante a été effectuée par OLIVIER COURAU, associé. »

10. Personnes qui assument la responsabilité de la note en réponse

«A ma connaissance, les données de la présente note en réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Monsieur Roland Tripard
Président du Directoire