

**PROJET D'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT
SUIVIE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE**

VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE



INITIEE PAR LA SOCIETE

EMV Holdco SAS

PRESENTÉE PAR



CORPORATE FINANCE

**PROJET DE NOTE D'INFORMATION CONJOINTE AUX SOCIETES EMV HOLDCO SAS ET
EMAILVISION SA**

**Prix de l'Offre : 3,95 euros par action EMAILVISION SA
Durée de l'Offre : 10 jours de négociation**

Avis important

Sous réserve de la décision de conformité de l'Autorité des marchés financiers, à l'issue de l'offre publique de retrait faisant l'objet du présent projet de note d'information, la procédure de retrait obligatoire prévue par l'article L.433-4 du Code monétaire et financier sera mise en œuvre. Les actions Emailvision SA qui n'auront pas été apportées à l'offre publique de retrait faisant l'objet du présent projet seront transférées le jour de négociation suivant la clôture de l'offre à la société EMV Holdco SAS, moyennant une indemnité de 3,95 euros par action Emailvision SA.



Le présent projet de note d'information conjointe a été établi et déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (**AMF**) le 14 février 2011, conformément aux dispositions des articles 235-4, 236-3 et suivants et 237-1 et suivants du Règlement général de l'AMF.

**CETTE OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE D'INFORMATION RESTENT
SOUMIS A L'EXAMEN DE L'AMF**

Le présent projet de note d'information est disponible sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) ainsi que sur le site Internet de la société Emailvision SA (www.emailvision.com) et peut être obtenu sans frais auprès de :

Emailvision SA
42-46, rue Médéric
92110 Clichy

Oddo Corporate Finance
12, boulevard de la Madeleine
75009 Paris

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF, les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables, des sociétés EMV Holdco SAS et Emailvision SA seront déposées auprès de l'AMF au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique de retrait. Ces informations qui feront l'objet de deux documents d'information spécifiques établis respectivement par EMV Holdco SAS et Emailvision SA, seront mises à la disposition du public selon les mêmes modalités.

TABLE DES MATIERES

1.	PRESENTATION DE L'OPERATION.....	4
1.1	CONTEXTE DE L'OFFRE	4
1.2	INTENTIONS DE L'INITIATEUR AU COURS DES 12 PROCHAINS MOIS.....	6
1.3	AVANTAGES DE L'OPERATION POUR L'INITIATEUR, EMAILVISION ET SES ACTIONNAIRES	7
2.	CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE	7
2.1	TERMES DE L'OFFRE ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE	7
2.2	NOMBRE D'ACTIONS SUSCEPTIBLES D'ETRE APPORTEES A L'OFFRE.....	8
2.3	MODALITES DE L'OFFRE ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE.....	8
2.4	CALENDRIER INDICATIF DE L'OFFRE ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE.....	10
2.5	RESTRICTIONS CONCERNANT L'OFFRE HORS DE FRANCE.....	10
2.6	REGIME FISCAL DE L'OFFRE	11
2.7	MODALITES DE FINANCEMENT DE L'OFFRE ET FRAIS LIES A L'OPERATION.....	15
2.8	INTENTIONS DES ADMINISTRATEURS DE EMAILVISION	15
2.9	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE	15
3.	ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX DE L'OFFRE	15
3.1	METHODOLOGIE.....	16
3.2	APPLICATION DES METHODES RETENUES.....	17
3.3	SYNTHESE DES ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX DE L'OFFRE.....	22
4.	RAPPORT D'EXPERTISE INDEPENDANTE.....	23
5.	AVIS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE EMAILVISION	39
6.	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION CONJOINTE	40
6.1	POUR LA PRESENTATION DE L'OFFRE SUIVIE DU RETRAIT OBLIGATOIRE	40
6.2	POUR EMV HOLDCO.....	40
6.3	POUR EMAILVISION	40

1. PRESENTATION DE L'OPERATION

En application des articles 235-4, 236-3 et suivants et 237-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, la société EMV Holdco, société par actions simplifiée de droit français au capital de 58.697.106 euros, inscrite au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 523 546 992 RCS Paris, dont le siège social est situé 102, avenue des Champs Elysées, 75008 Paris (« **EMV Holdco** » ou l'« **Initiateur** »), agissant de concert avec des fonds représentés par Sophrosyne Capital LLC (les « **Fonds Sophrosyne** »), et des fonds et Monsieur William Twyman Comfort III représentés par Conversion Capital Partners Ltd. (« **Conversion** »), en vertu d'un pacte d'actionnaires de droit français intitulé « *shareholders' agreement* » conclu le 30 juillet 2010 (l'ensemble des actionnaires énumérés ci-dessus étant désignés ci-après les « **Concertistes** »), offre irrévocablement aux actionnaires de la société Emailvision, société anonyme au capital social d'un montant de 2.065.116,70 euros, inscrite au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 418 712 857 RCS Nanterre, dont le siège social est situé 42-46, rue Médéric, 92110 Clichy (« **Emailvision** » ou la « **Société** »), et dont les actions sont admises aux négociations sur le système multilatéral de négociation organisé Alternext (Paris) de NYSE Euronext, sous le code ISIN FR0004168045, d'acquérir la totalité de leurs actions Emailvision au prix unitaire de 3,95 euros dans le cadre du présent projet d'offre publique de retrait (l'« **Offre** ») qui sera immédiatement suivie d'un retrait obligatoire (le « **Retrait Obligatoire** »).

L'Offre vise la totalité des actions de la Société non détenues directement ou indirectement par les Concertistes, soit à la date des présentes 183.434 actions de la Société représentant 0,89 % du capital et des droits de vote de Emailvision, ainsi que les actions de la Société qui résulteraient de l'exercice par leurs titulaires d'Options (tel que défini au paragraphe 1.1.3 ci-dessous) ou de BSA (tel que défini au paragraphe 1.1.3 ci-dessous) de la Société et susceptibles d'être levées jusqu'à la date de clôture de l'Offre, soit un maximum de 195.077 actions. Il est par ailleurs précisé que les BSA de la Société ne sont pas visés par l'Offre dans la mesure où ils sont incessibles et non cotés.

L'Offre sera ouverte pour une durée de 10 jours de négociation.

1.1 CONTEXTE DE L'OFFRE

1.1.1 *Historique de la participation de EMV Holdco dans Emailvision / Présentation de l'opération*

A l'issue des opérations visées aux contrats de cession d'actions Emailvision signés en date des 29 et 30 juillet 2010, de l'*Investment Agreement* (Contrat d'Investissement) conclu avec la société 3Green, M. Nicholas Peter Heys et M. Guy Porré le 30 juillet 2010 et du pacte d'actionnaires Emailvision signé en date du 30 juillet 2010 (ci-après ensemble les « **Accords** ») (cf. § 1.2.2 de la note d'information visée sous le n° 10-326 par l'AMF le 21 septembre 2010), l'Initiateur détenait 13.834.007 actions Emailvision, représentant environ 69,77 % du capital et 69,42 % des droits de vote de la Société et les Concertistes détenaient 17.198.074 actions Emailvision représentant 86,74 % du capital et 86,30 % des droits de vote de la Société.

A la suite de la conclusion des Accords et conformément à la réglementation boursière applicable, EMV Holdco a déposé un projet de garantie de cours visant l'intégralité des actions Emailvision non encore détenues par les Concertistes ainsi que par Messieurs Nicholas Peter Heys et Guy Porré.

Le projet de garantie de cours a été déclaré conforme le 21 septembre 2010 (cf. Décision & Information de l'AMF n° 210C0937).

Pendant la durée de la garantie de cours, soit du 24 septembre 2010 au 14 octobre 2010 inclus, 3.225.620 actions Emailvision ont été acquises sur le marché au prix unitaire de 3,95 €.

A la date de la publication de l'avis de résultat de la garantie de cours par l'AMF (cf. Décision & Information de l'AMF n° 210C1067 du 15 octobre 2010), EMV Holdco détenait 17.059.627 actions Emailvision, représentant 82,64 % du capital et des droits de vote de la Société et les Concertistes détenaient 20.423.694 actions Emailvision représentant 98,94 % du capital et des droits de vote de la Société.

1.1.2 Augmentation de la part détenue par l'Initiateur dans le capital de la Société résultant d'achats d'actions Emailvision sur le marché

Entre le 18 octobre 2010 et le 15 novembre 2010, l'Initiateur a acquis sur le marché au prix de 3,95 euros par action, par l'intermédiaire d'Oddo Corporate Finance, 44.039 actions Emailvision représentant 0,21 % de son capital. Depuis le 16 novembre 2010, l'Initiateur n'a plus acquis d'actions Emailvision supplémentaires.

1.1.3 Franchissement de concert du seuil de 95 % du capital et des droits de vote de Emailvision et répartition actuelle du capital et des droits de vote de Emailvision

A la suite des opérations susvisées, l'Initiateur détient à la date du dépôt du présent projet de note d'information conjointe 17.103.666 actions de la Société, représentant 82,82 % du capital et des droits de vote de la Société et les Concertistes détiennent 20.467.733 actions Emailvision représentant 99,11 % du capital et des droits de vote de la Société.

183.434 actions Emailvision représentant environ 0,89 % du capital et des droits de vote de la Société sont détenues dans le public.

	Actions		Droits de vote	
	Nombre	%	Nombre	%
EMV Holdco	17.103.666	82,82	17.103.666	82,82
Sophrosyne Capital	1.038.602	5,03	1.038.602	5,03
Conversion Capital Partners	2.325.465	11,26	2.325.465	11,26
Sous-total Concertistes	20.467.733	99,11	20.467.733	99,11
PUBLIC	183.434	0,89	183.609	0,89
Total	20.651.167	100,00 %	20.651.342	100,00 %

Il est à noter que les actions bénéficiant d'un droit de vote double et qui seront apportées à l'Offre ou transférées à l'Initiateur dans le cadre du Retrait Obligatoire perdront ce droit de vote double dès leur transfert à l'Initiateur.

En outre, les valeurs mobilières et autres droits attribués aux dirigeants et salariés du groupe Emailvision et donnant accès au capital de la Société sont les suivants :

- (i) 302.166 options de souscription dont seules 2.202, permettant la souscription d'un total de 2.202 actions de la Société, seront exerçables jusqu'à la date de clôture de l'Offre (les « **Options** ») ; et

- (ii) 32.100 bons de souscription d'actions dont seuls 9.441, permettant la souscription d'un total de 9.441 actions de la Société, seront exerçables jusqu'à la date de clôture de l'Offre (les « **BSA** »).

Il n'existe pas d'autres valeurs mobilières ou droits donnant accès au capital de la Société.

1.2 INTENTIONS DE L'INITIATEUR AU COURS DES 12 PROCHAINS MOIS

1.2.1 Stratégie et politique industrielle, commerciale et financière

L'Initiateur n'entend pas, à ce jour, modifier la stratégie et/ou la politique industrielle, commerciale et financière de la Société au cours des douze prochains mois.

1.2.2 Direction de la Société et organes sociaux

Il est rappelé que l'Initiateur détient individuellement, à la date du présent projet de note d'information conjointe, 82,82 % du capital social et des droits de vote de la Société.

La composition des organes sociaux et de direction peut être appelée à évoluer suite au retrait de la cote résultant du Retrait Obligatoire, aucune décision n'ayant toutefois été prise à cet égard pour le moment.

1.2.3 Perspective ou non d'une fusion

L'Initiateur n'envisage pas, à ce stade et dans l'immédiat, de proposer une opération de fusion avec Emailvision mais se réserve la possibilité d'effectuer toute opération d'optimisation de la structure de détention de Emailvision ce qui n'exclut pas une opération de fusion.

A l'issue du Retrait Obligatoire, les Concertistes envisagent que les Fonds Sophrosyne et Conversion apportent leurs actions Emailvision à l'Initiateur contre des actions à émettre de l'Initiateur. Les actions Emailvision seront apportées à l'Initiateur sur la base d'une valeur de 3,95 euros par action.

Le pacte d'actionnaires Emailvision, signé le 30 juillet 2010, serait résilié le jour de la réalisation de l'apport susvisé et il est envisagé que les Concertistes concluent avec la société 3Green, Monsieur Nicholas Peter Heys et Monsieur Guy Porré un avenant au pacte d'associés relatif à EMV-Holdco détaillé dans la note d'information visée par l'AMF le 21 septembre 2010 sous le numéro 10-326 décrivant les caractéristiques et les modalités de la garantie de cours visée au paragraphe 1.1.1 ci-dessus (le « Pacte d'Associés EMV-Holdco »). Il est envisagé qu'à l'issue des opérations d'apport, les Fonds Sophrosyne et Conversion disposeront du droit de nommer respectivement un censeur sans droit de vote au conseil d'administration de l'Initiateur.

1.2.4 Orientations en matière d'emploi

L'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité opérationnelle de Emailvision, elle ne devrait pas avoir d'incidence significative sur la politique poursuivie dans Emailvision par l'Initiateur en matière d'emploi.

1.2.5 Politique de distribution des dividendes

La politique de distribution des dividendes sera déterminée en fonction de la capacité distributrice de Emailvision et de ses besoins de financement, étant précisé qu'il n'est pris à ce stade aucun engagement de la part de la Société ou de l'Initiateur ni sur le principe ni sur la quotité d'éventuelles futures distributions.

Conformément aux dispositions du Pacte d'Associés EMV-Holdco conclu le 10 septembre 2010, l'Initiateur émettra, à l'issue du Retrait Obligatoire, (i) au bénéfice de Monsieur Nicholas Heys des bons de souscriptions d'actions qui deviendront successivement exerçables sur une période de 4 ans suivant leur émission et qui donneront droit à la souscription d'actions de préférence sans droit de vote (convertibles en actions ordinaires sous certaines conditions) et (ii) au bénéfice de Monsieur Guy Porré des options de souscription d'actions qui deviendront successivement exerçables sur une période de 4 ans suivant leur émission et qui donneront droit à la souscription d'actions de préférence sans droit de vote (convertibles en actions ordinaires sous certaines conditions).

1.3 AVANTAGES DE L'OPERATION POUR L'INITIATEUR, EMAILVISION ET SES ACTIONNAIRES

Compte tenu de la structure actuelle de son actionnariat, un maintien à la cote ne correspond pas au modèle économique de la Société, la Société ne souhaitant pas à l'avenir se financer par voie d'offre au public de titres financiers. La mise en œuvre d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire présente en outre un certain nombre d'avantages, tant pour l'Initiateur que pour Emailvision, dans la mesure où une telle opération permettrait à la Société de se libérer des contraintes réglementaires et administratives liées à l'admission de ses titres à la cote, et dès lors de réduire les coûts qui y sont associés. Une telle opération permettrait en outre de simplifier à l'avenir le fonctionnement de la Société.

Concernant les actionnaires de Emailvision, l'opération leur permet de recevoir en contrepartie de leurs actions un prix dont le caractère équitable est attesté par un expert indépendant (voir le rapport de l'expert indépendant figurant au paragraphe 0 du présent projet de note d'information conjointe).

2. CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE

2.1 TERMES DE L'OFFRE ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE

En application des dispositions des articles 231-13, 235-4, 236-3 et suivants et 237-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, Oddo Corporate Finance, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé le 14 février 2011 auprès de l'AMF un projet d'offre sous la forme d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire portant sur la totalité des actions Emailvision non détenues par les Concertistes.

En conséquence, l'Initiateur s'engage irrévocablement auprès des actionnaires de Emailvision à acquérir, au prix de 3,95 euros par action, toutes les actions Emailvision qui seront présentées à l'Offre pendant une période de 10 jours de négociation.

Les termes de l'Offre et du Retrait Obligatoire ont été approuvés par décision du conseil d'administration de l'Initiateur en date du 14 février 2011.

En application des dispositions de l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF, Oddo Corporate Finance garantit, en qualité d'établissement présentateur, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre et du Retrait Obligatoire.

2.2 NOMBRE D' ACTIONS SUSCEPTIBLES D'ETRE APPORTEES A L'OFFRE

L'Offre porte sur l'intégralité des actions Emailvision émises et non encore détenues par les Concertistes soit 183.434 actions Emailvision représentant 0,89% du capital et des droits de vote de la Société.

Au jour du dépôt de l'Offre, le capital social de Emailvision est composé de 20.651.167 actions d'une valeur nominale de 10 centimes d'euro chacune.

L'Offre vise également les actions de la Société qui résulteraient de l'exercice par leurs titulaires d'Options ou de BSA de la Société et susceptibles d'être exercées jusqu'à la date de clôture de l'Offre.

A la connaissance de l'Initiateur, il existe à ce jour un nombre total de 2.202 Options et 9.441 BSA susceptibles d'être exercés jusqu'à la clôture de l'Offre et donnant droit à la souscription de 11.643 actions nouvelles.

En conséquence, l'Offre porte sur un nombre maximum de 195.077 actions.

2.3 MODALITES DE L'OFFRE ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE

2.3.1 L'Offre

Le projet d'Offre a été déposé et mis en ligne sur le site internet de l'AMF le 14 février 2011.

Un avis de dépôt sera publié par l'AMF sur son site Internet (www.amf-france.org).

Conformément aux dispositions de l'article 231-16 du Règlement général de l'AMF, un communiqué de presse conjoint relatif aux termes de l'Offre sera diffusé sous forme d'avis financier dans le journal La Tribune en date du 15 février 2011. En outre, le projet de la présente note d'information est tenu gratuitement à la disposition du public au siège des sociétés Emailvision et Oddo Corporate Finance et a été mis en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de Emailvision (www.Emailvision.com).

Cette Offre et le présent projet de note d'information conjointe restent soumis à l'examen de l'AMF.

La note d'information visée par l'AMF ainsi que les documents contenant les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur et de la Société seront disponibles sur le site Internet de l'AMF et de la Société et seront mises à la disposition du public au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. Des exemplaires de ces documents seront également disponibles sans frais au siège des sociétés Emailvision et Oddo Corporate Finance. Un communiqué sera diffusé conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du Règlement général de l'AMF pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces documents.

Conformément à l'article 237-3 du Règlement général de l'AMF, l'Initiateur publiera dans un journal d'annonces légales du lieu de son siège social un avis informant le public du Retrait Obligatoire.

Un avis annonçant l'ouverture de l'Offre sera publié par l'AMF. Un avis annonçant les modalités et le calendrier de l'Offre ainsi que les conditions de mise en œuvre du Retrait Obligatoire, et notamment sa date de prise d'effet, sera publié par NYSE-Euronext Paris.

L'Offre sera ouverte pendant une période de 10 jours de négociation.

Les bénéficiaires d'Options ou de BSA de Emailvision désirant apporter à l'Offre les actions auxquelles ces Options ou BSA donnent droit, et qui ne seraient pas frappées d'incessibilité en vertu des dispositions des plans d'Options, devront les avoir exercés suffisamment à l'avance pour pouvoir apporter les actions reçues au plus tard le dernier jour de l'Offre.

Conformément aux dispositions de l'article 236-7 du Règlement général de l'AMF, l'intégralité des ordres portant sur les actions Emailvision apportées seront exécutés sur le marché. Oddo Corporate Finance, agissant pour le compte de EMV Holdco s'engage irrévocablement à acquérir, au prix de 3,95 euros par action, toutes les actions Emailvision qui seront présentées sur le marché pendant la durée de l'Offre.

Les actions Emailvision détenues sous la forme nominative devront être converties au porteur pour être présentées à l'Offre. En conséquence, pour répondre à l'Offre, les propriétaires d'actions inscrites en compte nominatif doivent demander, dans les plus brefs délais, au teneur du compte titres nominatif (CACEIS, 14 rue Rouget de Lisle, 92862 Issy les Moulineaux Cedex 9) l'inscription de leurs actions sous la forme au porteur chez un intermédiaire habilité. La conversion au porteur d'actions Emailvision détenues sous la forme nominative depuis plus de deux ans par un même actionnaire entraînera la perte des droits de vote double attachés à ces actions.

Les actions apportées à l'Offre devront être libres de tout gage, nantissement ou restriction de quelque nature que ce soit au libre transfert de leur propriété.

Les actionnaires de Emailvision qui souhaiteront apporter leurs actions à l'Offre devront remettre leur ordre de vente irrévocable à leur intermédiaire financier au plus tard le jour de clôture de l'Offre. Le règlement sera effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres, trois jours de négociation après chaque ordre de vente irrévocable.

Il est précisé que les frais de négociation relatifs aux actions apportées à l'Offre par les vendeurs resteront à la charge de ces derniers.

2.3.2 Le Retrait Obligatoire

Conformément aux dispositions des articles 237-1 et 237-10 du Règlement général de l'AMF, à l'issue de l'Offre, les actions Emailvision qui n'auront pas été présentées à l'Offre seront transférées à EMV Holdco le jour de négociation suivant la clôture de l'Offre moyennant indemnisation de leur détenteur pour un montant identique au prix de l'Offre, soit 3,95 euros pour chaque action Emailvision.

Le montant de l'indemnisation sera versé, net de tous frais, le jour de négociation suivant le jour de clôture de l'Offre, sur un compte bloqué ouvert à cet effet auprès d'Oddo Corporate Finance, centralisateur des opérations d'indemnisation. A la clôture par Euroclear France des comptes des établissements dépositaires teneurs de comptes affiliés Euroclear, lesdits établissements dépositaires teneurs de comptes demanderont à Oddo Corporate Finance une indemnisation pour les actions en compte dans leurs livres n'ayant pas été apportées à l'Offre, puis créditeront les comptes des détenteurs des actions Emailvision de l'indemnité leur revenant.

Les fonds correspondant à l'indemnisation des actions Emailvision qui n'auront pas été réclamés par les établissements dépositaires pour le compte des ayants droit seront conservés chez Oddo Corporate Finance pendant 10 ans à compter du jour de négociation suivant la clôture de l'Offre et versés à la Caisse des dépôts et consignations à l'expiration de ce délai.

Ces fonds pourront être réclamés à tout moment par leurs ayants droit sous réserve de la prescription trentenaire au profit de l'Etat.

Les actions Emailvision seront radiées de Alternext (Paris) de NYSE Euronext le jour de négociation suivant la clôture de l'Offre.

2.3.3 L'expert indépendant

La Société a procédé le 12 janvier 2011 à la désignation du cabinet Ricol Lasteyrie, représenté par Madame Sonia Bonnet-Bernard, en qualité d'expert indépendant, sur le fondement de l'article 261-1 du Règlement général de l'AMF. Le cabinet Ricol Lasteyrie a rendu dans ce cadre un rapport figurant en Section 5 du présent projet de note d'information conjointe sur les conditions financières de l'Offre et du Retrait Obligatoire.

L'expert indépendant a confirmé le caractère équitable du prix par action de 3,95 euros proposé dans le cadre de l'Offre et de l'indemnisation remise dans le cadre du Retrait Obligatoire.

2.4 CALENDRIER INDICATIF DE L'OFFRE ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE

14 février 2011	Dépôt du projet d'Offre auprès de l'AMF Mise à la disposition du public auprès des sociétés Emailvision et Oddo Corporate Finance et mise en ligne sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de Emailvision (www.emailvision.com) du projet de note d'information conjointe
16 février 2011	Publication d'un communiqué conjoint relatif au dépôt de l'Offre
1er mars 2011	Déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa de la note d'information conjointe
3 mars 2011	Publication d'un communiqué de mise à la disposition de la note d'information conjointe visée par l'AMF ainsi que des documents relatifs aux caractéristiques juridiques, comptables et financières des sociétés EMV Holdco et Emailvision
4 mars 2011	Ouverture de l'Offre
17 mars 2011	Clôture de l'Offre
18 mars 2011	Publication par l'AMF de l'avis de résultat de l'Offre Mise en œuvre du Retrait Obligatoire et radiation des actions Emailvision du marché Alternext (Paris) de NYSE-Euronext

2.5 RESTRICTIONS CONCERNANT L'OFFRE HORS DE FRANCE

L'Offre est faite exclusivement en France.

L'Offre n'a fait l'objet d'aucun enregistrement ou visa hors de France.

Les titulaires d'actions Emailvision en dehors de France ne peuvent pas participer à l'Offre sauf si le droit local auquel ils sont soumis le leur permet. En effet, la diffusion du présent projet de note d'information, l'Offre, l'acceptation de l'Offre, ainsi que la livraison des actions peuvent faire l'objet d'une réglementation spécifique ou de restrictions hors de France. L'Offre ne s'adresse pas aux personnes soumises à de telles restrictions, ni directement, ni indirectement, et n'est pas susceptible de faire l'objet d'une quelconque acceptation à partir d'un pays où l'Offre ferait l'objet de telles restrictions. En conséquence, les personnes en possession du présent projet de note d'information sont tenues de se renseigner sur les restrictions en vigueur dans leur pays et de s'y conformer. Le non-respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables en matière boursière dans l'un de ces pays. L'Initiateur décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne des restrictions qui lui sont applicables.

Notamment, il est précisé que l'Offre n'est pas faite, directement ou indirectement, aux Etats-Unis ou à des personnes résidant aux Etats-Unis ou « *US Persons* » (au sens du règlement S pris en vertu de l'US Securities Act de 1933). Aucune acceptation de cette Offre ne peut provenir des Etats-Unis. En conséquence, aucun exemplaire ou copie du présent projet de note d'information, et aucun autre document relatif au présent projet de note d'information ou à l'Offre ne pourra être envoyé par courrier, ni communiqué, diffusé ou remis directement ou indirectement aux Etats-Unis de quelque manière que ce soit. Tout actionnaire de Emailvision qui apporterait ses actions à l'Offre sera considéré comme déclarant qu'il n'est pas aux Etats-Unis ou une personne résidant aux Etats-Unis ou « *US person* » (au sens du règlement S pris en vertu de l'U.S. Securities Act de 1933) et qu'il ne délivre pas d'ordre d'apport de titres depuis les Etats-Unis. Pour les besoins du présent paragraphe, on entend par Etats-Unis, les Etats-Unis d'Amérique, leurs territoires et possessions, ou l'un quelconque de ces Etats, et le District de Columbia.

2.6 REGIME FISCAL DE L'OFFRE

L'attention des actionnaires est attirée sur le fait que le présent paragraphe 2.6 est un résumé du régime fiscal applicable. Cet exposé est fondé sur les dispositions légales françaises et conventionnelles actuellement en vigueur. Ces informations ne constituant qu'un résumé du régime fiscal applicable donné à titre d'information générale et n'ayant pas vocation à constituer une analyse complète de l'ensemble des effets fiscaux susceptibles de s'appliquer à un actionnaire de Emailvision, il est recommandé aux actionnaires de consulter leur conseil fiscal habituel afin d'étudier avec lui leur situation particulière.

Les non-résidents français doivent en outre se conformer à la législation fiscale en vigueur dans leur Etat de résidence.

2.6.1 *Personnes physiques résidentes fiscales en France détenant les actions de la Société dans le cadre de leur patrimoine privé et ne réalisant pas d'opération de bourse à titre habituel caractérisant une activité exercée à titre professionnel*

(a) *Régime de droit commun*

Conformément aux dispositions de l'article 150-0 A du Code général des impôts (« *CGI* »), les plus-values de cession d'actions Emailvision réalisées par les personnes physiques susvisées lors du transfert de leurs actions Emailvision dans le cadre de l'Offre, égales à la différence entre le prix offert et le prix ou la valeur d'acquisition des actions apportées à l'Offre, sont soumises, dès le premier euro, à l'impôt sur le revenu au taux proportionnel actuellement fixé à 19 % (article 200 A, 2° du CGI).

Le taux global d'imposition s'établit actuellement à 31,3 % en tenant compte :

- (i) de l'impôt sur le revenu au taux proportionnel de 19 % (article 200 A, 2° du CGI) ;
- (ii) de la contribution sociale généralisée (« **CSG** ») au taux de 8,2 % (article 1600-0 C à 1600-0 E du CGI) ;
- (iii) de la contribution pour le remboursement de la dette sociale (« **CRDS** ») au taux de 0,5 % (article 1600-0 G à 1600-0 L du CGI) ;
- (iv) du prélèvement social de 2,2 % (article 1600-F bis du CGI) ;
- (v) de la contribution additionnelle au prélèvement social au taux de 1,1 %, instaurée par la loi 2008-1249 du 1^{er} décembre 2008 en vue du financement de la généralisation du revenu de solidarité active (« **RSA** » – article L262-24, III du Code de l'action sociale et des familles) ; et
- (vi) de la contribution additionnelle au prélèvement social, dont le taux est fixé à 0,3 % (article L. 14-10-4 du Code de l'action sociale et des familles).

La CSG, la CRDS, le prélèvement social de 2 % et les contributions additionnelles au prélèvement social de 1,1 % et de 0,3 % ne sont pas déductibles de la base de l'impôt sur le revenu.

Conformément aux dispositions de l'article 150-0 D, 11° du CGI, les moins-values éventuellement subies lors de la cession des actions Emailvision dans le cadre de l'Offre peuvent être imputées exclusivement sur les plus-values de même nature réalisées au cours de l'année de cession ou des dix années suivantes.

*(b) Actions Emailvision détenues au sein d'un plan d'épargne en actions (« **PEA** »)*

Les actions Emailvision constituent des actifs éligibles au PEA.

Sous certaines conditions, le PEA ouvre droit :

- pendant la durée du PEA, à une exonération d'impôt sur le revenu et de prélèvements sociaux à raison des produits et des plus-values nettes générés par les placements effectués dans le cadre du plan, à condition, notamment, que ces produits et plus-values soient réemployés dans le PEA ; et
- au moment de la clôture du PEA (si elle intervient plus de cinq ans après la date d'ouverture du PEA) ou lors d'un retrait partiel (s'il intervient plus de huit ans après la date d'ouverture du PEA), à une exonération d'impôt sur le revenu à raison du gain net réalisé depuis l'ouverture du plan. Ce gain net reste soumis à la CSG, à la CRDS, au prélèvement social et aux contributions additionnelles audit prélèvement social, aux taux en vigueur à la date de réalisation du gain.

Les moins-values réalisées sur des actions détenues dans le cadre d'un PEA ne sont en principe imputables que sur des plus-values réalisées dans le cadre dudit PEA. Toutefois, (i) en cas de clôture anticipée du PEA avant l'expiration de la cinquième année ou (ii) sous certaines conditions, en cas de clôture du PEA après l'expiration de la cinquième année lorsque la valeur liquidative du plan (ou la valeur de rachat du contrat de capitalisation) est inférieure au montant des versements effectués sur ce PEA depuis sa date d'ouverture, les moins-values éventuellement constatées à cette occasion sont imputables sur les plus-values

de cessions de valeurs mobilières visées à l'article 150-0 A du CGI et réalisées hors PEA au cours de la même année ou des dix années suivantes.

2.6.2 Personnes morales résidentes en France soumises à l'impôt sur les sociétés

(a) Régime de droit commun

Sous réserve des cas visés au paragraphe (b) ci-dessous, les plus-values réalisées et les moins-values subies lors de la cession dans le cadre de l'Offre des actions Emailvision, égales à la différence entre le prix offert et le prix de revient fiscal des actions Emailvision apportées à l'Offre, sont en principe incluses dans le résultat soumis à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun de 33,33 % (article 219-I du CGI) majoré, le cas échéant, de la contribution sociale de 3,3 % assise sur le montant de l'impôt sur les sociétés, après application d'un abattement qui ne peut excéder 763.000 euros par période de douze mois (article 235 ter ZC du CGI). Sont toutefois exonérées de la contribution sociale les entreprises ayant réalisé au titre de l'exercice considéré un chiffre d'affaires hors taxes inférieur à 7.630.000 euros et dont le capital, entièrement libéré, a été détenu de manière continue, pour 75 % au moins, par des personnes physiques, ou par des sociétés répondant aux mêmes conditions de chiffre d'affaires, de libération et de détention du capital. En outre, pour ces mêmes entreprises, le taux de l'impôt sur les sociétés est fixé à 15 %, dans la limite de 38.120 euros de bénéfice imposable par période de douze mois.

(b) Régime spécial des plus-values à long terme

Aux termes de l'article 219 I-a quinquies du CGI, les plus-values nettes à long terme afférentes à des titres de participation au sens dudit article et qui ont été détenus depuis au moins deux ans sont exonérées d'impôt sur les sociétés pour les exercices ouverts à compter du 1er janvier 2007, moyennant la réintégration dans le résultat imposable au taux de droit commun de l'impôt sur les sociétés d'une quote-part de frais et charges égale à 5 % du résultat net des plus-values de cession.

Pour l'application de l'article 219 I-a quinquies du CGI, constituent des titres de participation, notamment, les titres (autres que les titres de sociétés à prépondérance immobilière) qui (i) revêtent ce caractère sur le plan comptable et (ii) sous réserve d'être inscrites en comptabilité au compte des titres de participation ou à un sous-compte spécial du compte du bilan correspondant à leur qualification comptable, les actions acquises en exécution d'une offre publique d'achat ou d'échange par l'entreprise qui en est l'initiatrice, ainsi que les titres ouvrant droit au régime des sociétés mères et filiales prévu aux articles 145 et 216 du CGI.

Sont notamment exclus du régime des plus values à long terme, les titres dont le prix de revient est au moins égal à 22,8 millions d'euros remplissant les conditions pour bénéficier du régime des sociétés mères et filiales autres que la détention de 5 % au moins du capital de la société émettrice.

Les moins-values subies lors de la cession des actions de la Société et relevant du régime des plus et moins-values à long terme de l'article 219 I-a quinquies du CGI ne sont imputables que sur les plus-values à long terme de même nature réalisées au cours du même exercice fiscal. L'imputation sur les plus-values à long terme réduit la quote-part imposable de 5 % du résultat net susmentionnée.

2.6.3 Actionnaires personnes physiques et morales non résidentes en France

Sous réserve des conventions fiscales internationales éventuellement applicables, les plus-values de cession réalisées dans le cadre de l'Offre par les personnes physiques ou les personnes morales qui ne sont pas fiscalement domiciliées en France au sens de l'article 4 B

du CGI ou dont le siège social est situé hors de France, ne sont pas soumises à l'impôt en France, sous réserve que (i) ces plus-values ne soient pas rattachables à un établissement situé en France et (ii) que la personne cédante n'ait à aucun moment détenu, directement ou indirectement (et, s'agissant d'un cédant personne physique, seul ou avec son conjoint, leurs ascendants ou descendants), une participation représentant plus de 25 % dans les bénéfices sociaux de Emailvision à un moment quelconque au cours des cinq années précédant la cession (articles 244 bis B et 244 bis C du CGI).

Quelque soit le pourcentage de droits détenus dans les bénéfices de la société, les plus-values de cession réalisées à compter du 1^{er} mars 2010 sont toutefois imposées au taux forfaitaire de 50 % lorsque le cédant est une personne ou un organisme domicilié, établi ou constitué hors de France dans un Etat ou Territoire Non Coopératif (ETNC). Il en est de même lorsque le virement bancaire est effectué vers un établissement dans un ETNC quelque soit la résidence fiscale du cédant.

Toute personne physique ou morale dont la résidence fiscale est située hors de France et qui détient des actions Emailvision devra examiner sa situation fiscale personnelle dans son Etat de résidence avec son conseil fiscal habituel

2.6.4 Autres actionnaires

Les actionnaires de Emailvision participant à l'Offre soumis à un régime d'imposition autre que ceux visés ci-dessus, notamment les contribuables personnes physiques dont les opérations portant sur les valeurs mobilières dépassent la simple gestion de portefeuille, qui ont inscrit leurs titres à l'actif de leur bilan commercial ou qui ont cédé des actions à la suite de l'exercice d'options d'acquisition ou de souscription d'actions devront s'informer du régime fiscal s'appliquant à leur cas particulier auprès de leur conseil fiscal habituel.

Il est à rappeler à titre indicatif, en l'état actuel de la législation fiscale, le régime des stock-options attribuées depuis le 27 avril 2000 pour les résidents français :

Cession pendant le délai d'indisponibilité de 4 ans			
Gain de levée d'options			Plus-value de cession
Imposition selon les règles des traitements et salaires			Imposition au taux forfaitaire de 19 % + 12,3 % de prélèvements sociaux
Cession après le délai d'indisponibilité de 4 ans			
Gain de levée d'options			Plus-value de cession
Titres cédés avant le délai de conservation de 2 ans	Pour la fraction annuelle $\leq$ €152 500 Imposition au taux forfaitaire de 30% + 12,3 % de prélèvements sociaux	Pour la fraction annuelle $>$ €152 500 Imposition au taux forfaitaire de 41% + 12,3 % de prélèvements sociaux	Imposition au taux forfaitaire de 19 % + 12,3 % de prélèvements sociaux
	Pour la fraction annuelle $\leq$ €152 500 Imposition au taux forfaitaire de 18% + 12,3 % de prélèvements sociaux	Pour la fraction annuelle $>$ €152 500 Imposition au taux forfaitaire de 30% + 12,3 % de prélèvements sociaux	

+ 8 % de contribution salariale spécifique pour les options attribuées depuis le 16 octobre 2007 uniquement.	
--	--

Tout actionnaire dont la résidence fiscale est située hors de France et qui détient des stock-options Emailvision devra examiner sa situation fiscale personnelle dans son Etat de résidence avec son conseil fiscal habituel et son éventuelle imposition en France.

2.6.5 Titres qui feront l'objet du Retrait Obligatoire

Le régime fiscal des plus-values réalisées à l'occasion du Retrait Obligatoire est identique à celui des plus-values qui sont réalisées dans le cadre de l'Offre. La plus-value est constatée le jour du transfert de propriété des titres.

2.7 MODALITES DE FINANCEMENT DE L'OFFRE ET FRAIS LIES A L'OPERATION

2.7.1 Financement de l'Offre

L'acquisition de la totalité des 195.077 actions de Emailvision susceptibles d'être apportées à l'Offre représenterait, sur la base du prix de l'Offre, un investissement d'un montant total maximum de 770.554,15 euros, hors frais divers et commissions.

L'achat de ces actions sera intégralement financé par les fonds propres de EMV Holdco.

2.7.2 Frais liés à l'opération

Le montant global des frais, coûts et dépenses externes exposés dans le cadre de l'Offre par l'Initiateur, y compris les honoraires et frais de ses conseils financiers, juridiques et comptables ainsi que les frais de publicité, est estimé à environ [●] euros (hors taxes).

2.8 INTENTIONS DES ADMINISTRATEURS DE EMAILVISION

Conformément aux dispositions statutaires, chacun des administrateurs de la Société détient une action de la Société. Ces actions ne seront pas apportées à l'Offre afin de respecter ces dispositions statutaires.

2.9 ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE

Ni les Concertistes ni Emailvision ne sont parties à aucun accord, ni n'ont connaissance d'aucun accord relatif à l'Offre ou susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

3. ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX DE L'OFFRE

Le prix proposé par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre est de 3,95 euros par action Emailvision.

Les éléments d'appréciation du prix de l'Offre figurant ci-après ont été préparés par Oddo Corporate Finance, pour le compte de l'Initiateur, sur la base d'informations et d'indications transmises par la Société. Ces informations n'ont fait l'objet d'aucune vérification indépendante de la part d'Oddo Corporate Finance.

3.1 METHODOLOGIE

L'appréciation du prix proposé dans le cadre de l'Offre a été menée sur la base d'une approche multicritères reposant sur des méthodes d'évaluation usuelles et appropriées à l'opération envisagée.

Les principaux éléments de cette analyse, établie par Oddo Corporate Finance, sont reproduits ci-après.

3.1.1 Méthodes de valorisation non retenues

(a) Actif net comptable

La méthode de l'actif net comptable ne représente pas un critère pertinent d'appréciation du prix proposé car il ne permet pas d'appréhender la rentabilité de l'activité de la Société.

(b) Actif net réévalué

La méthode de l'actif net réévalué consiste à corriger l'actif net comptable du groupe des plus ou moins values latentes identifiées à l'actif, au passif ou en engagements hors bilan. Cette méthode, souvent utilisée par exemple pour évaluer les sociétés de certains secteurs (banques, foncières, etc.) est particulièrement adaptée aux entreprises dont les principaux actifs ont une valeur sur un marché indépendamment de leur inclusion dans un processus d'exploitation, ce qui n'est pas le cas des actifs de Emailvision.

(c) Actualisation des dividendes

Cette méthode, qui consiste à actualiser les dividendes futurs, n'a pas été retenue car la Société n'a pas mis en place de politique de dividende spécifique. Emailvision n'a pas distribué de dividendes depuis sa création.

(d) Multiples de transactions comparables

Cette méthode, qui consiste à appliquer des multiples de transactions comparables aux agrégats de Emailvision, n'a pas été retenue car il n'existe pas de transactions comparables dont les multiples sont renseignés.

(e) Objectif de cours de bourse des analystes

Depuis la publication des résultats de la garantie de cours, aucune note d'analyste n'est sortie. Pour rappel, un seul analyste suit de manière régulière la Société. Le bureau d'études Global Equities a réalisé une note avant l'ouverture de la garantie de cours. Cette note, en date du 23 septembre 2010, fait état d'un objectif de cours de 3,60 euros par action.

3.1.2 Méthodes de valorisation retenues

Les méthodes suivantes ont été retenues dans le cadre de l'analyse du prix proposé :

- la référence au prix d'acquisition du bloc de contrôle,
- la référence au prix de la garantie de cours,

- la référence au prix des achats de titres Emailvision sur le marché par EMV Holdco postérieurement à la garantie de cours,
- l'actualisation des flux de trésorerie disponibles,
- l'analyse du cours de bourse (à titre indicatif, du fait d'une faible liquidité depuis la fin de la période de rachat de titres le 15 novembre 2010 à la clôture du Marché),
- les multiples des sociétés cotées comparables (à titre indicatif, du fait d'une grande hétérogénéité des multiples d'EBIT et d'EBITDA et d'une différence de maturité entre Emailvision et ses comparables, la Société présentant en outre des EBIT et EBITDA faibles en 2011^e et négatifs en 2012^e).

3.2 APPLICATION DES METHODES RETENUES

3.2.1 Sources des informations utilisées et hypothèses retenues pour l'analyse

(a) Sources des informations retenues

Les travaux sont notamment fondés sur :

- les comptes consolidés au 31 décembre 2009 et au 30 juin 2010,
- les éléments constitutifs de la trésorerie nette au 31 décembre 2010,
- les dernières projections de la Société sur la période 2010^e-2015^e,
- des sessions de questions / réponses avec la Société.

(b) Hypothèses retenues

La trésorerie nette consolidée de Emailvision retenue pour l'analyse ci-après est celle arrêtée au 31 décembre 2010 et ressort des informations transmises par la Société. Cette trésorerie nette consolidée a été retraitée des encaissements prévus à la suite de l'exercice des instruments dilutifs du capital et des impôts différés sur déficits fiscaux reportables.

En millions d'euros	31-déc.-10
Dettes financières - non courantes	2.8
Dettes financières - courantes	1.8
Disponibilités	(3.7)
VMP	(1.1)
Dettes financières nettes	(0.2)
Disponibilités liées à l'exercice des instruments donnant accès au capital	(0.6)
Crédit Impôt Recherche	(1.2)
Impôts différés sur déficits reportables	(4.5)
Dettes financières nettes ajustées	(6.4)

La trésorerie nette consolidée ressort donc à 6,4 M€.

Le nombre d'actions retenu dans le cadre de la valorisation est de 20.985.433 actions correspondant au capital dilué de la Société, soit 20.651.167 actions existantes et 334.266 actions issues de l'exercice des instruments dilutifs du capital. Il a été tenu compte des actions pouvant résulter de l'exercice des stock-options et BSA, ceux-ci étant « dans la monnaie ». Il

n'existe aucun autre instrument dilutif du capital de Emailvision au jour du dépôt du présent projet de note d'information.

Le dernier cours de bourse pris en référence pour Emailvision dans l'analyse ci-après est de 3,67 € au 7 février 2011.

3.2.2 Les transactions récentes intervenues sur le capital de la Société

- L'acquisition du bloc de contrôle (13.834.007 titres) s'est faite sur la base d'un prix de 3,95 euros par action.
- L'acquisition de titres lors de la garantie de cours (3.225.620 titres) s'est faite sur la base d'un prix de 3,95 euros par action.
- L'achat d'actions Emailvision sur le marché par EMV Holdco postérieurement à la Garantie de cours (44.039 titres), soit du 18 octobre 2010 au 15 novembre inclus, s'est fait sur la base d'un prix de 3,95 euros par action.

3.2.3 La méthode DCF

(a) Méthodologie

Cette méthode intrinsèque consiste à actualiser et sommer les flux de trésorerie disponibles ressortant du plan d'affaires pour déterminer la valeur d'entreprise. L'actualisation se fait au coût moyen pondéré du capital.

(b) Plan d'affaires de la Société

Le modèle DCF est issu du plan d'affaires de la Société sur 2010^e-2015^e, communiqué par le management de la Société. Le management a fondé ses hypothèses sur une conquête de parts de marché et sur une croissance forte du chiffre d'affaires, liée à l'ouverture de nouveaux bureaux à l'international, à un recrutement ambitieux notamment de nouveaux *account managers* et au développement d'une plateforme de support technique pour les clients. Ce plan d'affaires a été prolongé sur trois ans (2016^e-2018^e) par Oddo Corporate Finance, en prenant notamment comme hypothèses une croissance des revenus plus mesurée, une stabilisation de la productivité des vendeurs et *account managers*, une légère baisse des frais de R&D (en % du CA) et une baisse des coûts administratifs (en % du CA).

Les investissements, nécessaires à l'atteinte de cette forte croissance du chiffre d'affaires, portent notamment sur des installations liées à des implantations dans de nouveaux pays qui pourraient aussi être réalisés par croissance externe.

Au jour du dépôt du présent projet de note d'information, aucun projet de croissance externe identifié n'a été pris en compte dans l'analyse du prix de l'Offre et du Retrait obligatoire.

(c) Calcul de trésorerie nette consolidée

Les éléments financiers nécessaires à ce calcul sont ceux décrits au point 3.2.1.b. Ainsi, la trésorerie nette consolidée retenue pour l'approche DCF est de 6,4 M€.

(d) Hypothèses de calcul du WACC

Oddo Corporate Finance a considéré que la structure financière cible de Emailvision ne présente pas d'endettement. Ainsi le coût des fonds propres obtenu est égal au coût moyen pondéré du capital.

Le taux sans risque retenu correspond à la moyenne sur 1 an de l'OAT française à 10 ans au 8 février 2011, soit 3,1%.

La prime de risque de marché retenue par Oddo Corporate Finance, soit 6%, correspond à la prime de risque déterminée par Oddo Securities.

Dans la mesure où le coefficient de régression relatif au bêta de Emailvision est faible, le bêta de Emailvision retenu pour l'analyse a été recalculé à partir des bêtas pertinents des comparables cotés (source Factset). Le bêta de l'actif économique de 1,27 utilisé pour Emailvision correspond ainsi à la moyenne des bêtas désendettés des comparables utilisés dans la méthode retenue à titre indicatif telle que développée à la section 3.2.5. de la présente note d'information.

Le WACC ainsi obtenu et retenu par Oddo Corporate Finance est de 10,70%.

(e) Valeur terminale

Le calcul de la valeur terminale est fondé sur la méthode de Gordon Shapiro, c'est-à-dire par actualisation d'un flux de trésorerie terminal, à perpétuité. Ce flux normatif a été établi sur une hypothèse de marge d'EBIT de 14,1% cohérente, après retraitement des frais de R&D, avec la moyenne des taux d'EBIT médians 2011^e et 2012^e des sociétés de l'échantillon des comparables cotés retenus qui opèrent dans un secteur d'activité déjà mature sur leur zone géographique.

Le taux de croissance à l'infini retenu (2,0%) est cohérent avec les perspectives de développement de Emailvision.

(f) Valeur des capitaux propres

La valeur d'entreprise obtenue par l'actualisation des flux de trésorerie disponibles (les flux sont actualisés au 1er janvier 2011 et supposés perçus en fin de période) est de 64,6 M€.

Après prise en compte de la trésorerie nette, la valeur des capitaux propres ressort à 71,1 M€, soit une valeur par action de 3,39 €. Le prix de l'Offre induit ainsi une prime de 16,6% sur la valeur centrale issue de la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponibles.

En introduisant une sensibilité de +/- 0,5% sur le coût moyen pondéré du capital et de +/- 0,5% sur la marge d'EBIT normative, la valeur par action s'établit dans une fourchette de 2,99 € à 3,84 €.

Analyse de sensibilité de la valeur centrale (en € par action) :

Prix / action (€)					Prime induite				
		Marge d'EBIT - flux normatif					Marge d'EBIT - flux normatif		
		13.6%	14.1%	14.6%			13.6%	14.1%	14.6%
WACC	10.2%	3.56	3.70	3.84	WACC	10.2%	+11.0%	+6.8%	+2.8%
	10.7%	3.26	3.39	3.52		10.7%	+21.3%	+16.6%	+12.3%
	11.2%	2.99	3.11	3.23		11.2%	+32.0%	+26.9%	+22.3%

3.2.4 L'analyse du cours de bourse (à titre indicatif)

Emailvision est une société cotée sur Alternext Paris (ISIN : FR0004168045) et présente au sein de l'indice Alternext All-Shares.

Les échanges sur le titre de la Société ont fortement diminué depuis l'acquisition de 99,11% du capital par les Concertistes entre juillet et novembre 2010.

Une analyse des primes extériorisées par le prix de l'Offre par rapport aux cours moyens pondérés par les volumes sur différentes périodes a été menée en retenant comme date de référence le 7 février 2011 (source Datastream).

Le titre Emailvision est peu liquide : 0,2% du capital a été échangé depuis la fin de la période d'achat de titres Emailvision par EMV Holdco le 15 novembre 2010 à la clôture du marché jusqu'au 8 février 2011.

au 07/02/2011	Cours spot	20j	40j	60j
Cours moyen pondéré par les volumes (€)	3.67	3.45	3.41	3.40
Prime induite du Prix de l'Offre	+8%	+14%	+16%	+16%
Cours le plus haut (€)	3.67	3.77	3.77	3.77
Prime induite du Prix de l'Offre	+8%	+5%	+5%	+5%
Cours le plus bas (€)	3.67	3.30	2.88	2.88
Prime induite du Prix de l'Offre	+8%	+20%	+37%	+37%
Volumes moyens quotidiens (milliers de titres)		0.7	0.7	0.6
% du capital non dilué		0.0%	0.0%	0.0%
% du flottant		0.4%	0.4%	0.3%
Volumes cumulés sur la période (milliers de titres)		14.5	26.7	35.6
% du capital non dilué		0.1%	0.1%	0.2%
% du flottant		7.9%	14.6%	19.4%

3.2.5 La méthode des comparables boursiers (à titre indicatif)

Cette méthode consiste à évaluer une société par analogie, sur la base de multiples de valorisation (VE/CA, VE/EBITDA, VE/EBIT, PER) de sociétés comparables cotées.

Les cinq sociétés comparables les plus proches de la Société sont Acxiom, Kenexa, RightNow Technologies, Salesforce.com et Taleo.

Les retraitements retenus pour passer de la capitalisation boursière de ces comparables à leur valeur d'entreprise (VE) sont similaires à ceux retenus pour la Société.

Un multiple a été retenu dans l'analyse, à savoir :

- le multiple VE/EBITDA (« Earnings before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization », soit le résultat d'exploitation avant intérêts, impôts, dotations aux

amortissements et provisions) : ce multiple permet de mesurer au mieux la capacité de chaque société à créer de la performance opérationnelle. L'EBITDA de Emailvision a été retraité des frais de R&D pour le rendre homogène aux comparables qui passent 100% de leurs frais de R&D en charges opérationnelles, alors qu'Emailvision capitalise une partie de ses frais de R&D ; et

Oddo Corporate Finance n'a pas retenu les multiples suivants :

- le multiple VE/CA, qui ne prend pas en compte la différence de profitabilité entre les sociétés ; et
- le multiple VE/EBIT (« Earnings before Interest and Taxes », soit le résultat d'exploitation avant intérêts et impôts) : les EBIT de Emailvision 2011^e et 2012^e retraités des frais de R&D étant négatifs, ils n'ont pu être utilisés,
- le PER, qui est impacté par la structure financière et l'environnement fiscal de chaque société.

Les multiples des comparables (la capitalisation boursière retenue correspond à celle du 7 février 2011) sont présentés ci-après (sources : Factset, estimations Oddo Corporate Finance sur la base des dernières projections 2011^e et 2012^e de la Société).

Société		VE/EBITDA
		2011e
Acxiom Corp.		5.3x
Kenexa Corp.		12.6x
RightNow Technologies Inc.		25.1x
Salesforce.com Inc.		39.6x
Taleo Corp. (Cl A)		18.5x
Médiane		18.5x

L'EBITDA 2012^e retraité des frais de R&D étant négatif, seul l'EBITDA 2011^e a été utilisé. L'application du multiple VE/EBITDA 2011^e médian des comparables à l'EBITDA 2011^e retraité de la Société extériorise une valeur par action Emailvision de 0,64 € : le prix de l'Offre induit ainsi une prime de 516% par rapport à l'application du multiple VE/EBITDA 2011^e médian des comparables.

3.3 SYNTHÈSE DES ÉLÉMENTS D'APPRECIATION DU PRIX DE L'OFFRE

Méthodes retenues	Valorisation par action (€) induite	Valeur des CP (M€)	3.95 € Prime induite
Transactions récentes sur le capital			
Constitution du bloc de contrôle	3.95	82.9	-
Garantie de cours	3.95	82.9	-
Achats d'actions post-garantie de cours	3.95	82.9	-
Approche intrinsèque			
DCF - borne basse	2.99	62.8	+32.0%
DCF - borne haute	3.84	80.6	+2.8%
Méthodes retenues à titre indicatif			
Cours de bourse			
Cours spot au 07/02/2011	3.67	75.8	+7.6%
CMP 20 jours	3.45	71.3	+14.5%
CMP 40 jours	3.41	70.4	+15.9%
CMP 60 jours	3.40	70.2	+16.1%
Approche par les comparables			
VE/EBITDA 11e	0.64	13.4	+516.4%

4. RAPPORT D'EXPERTISE INDEPENDANTE

Le texte du rapport du cabinet Ricol Lasteyrie est reproduit intégralement ci-après.

Suite à l'acquisition par la société EMV Holdco SAS, filiale du fonds américain Francisco Partners, (ci-après dénommée « EMV Holdco » ou « l'Initiateur »), de blocs de titres Emailvision (ci-après dénommée « la Société »), représentant au total près de 70% du capital de la Société, une garantie de cours a été ouverte du 24 septembre 2010 au 14 octobre 2010, dans le cadre de laquelle nous avons établi une attestation d'équité.

A l'issue de cette garantie de cours, EMV Holdco détient 17 103 666 actions, soit 82,82% des droits de vote de la Société. De concert avec des fonds représentés par Sophrosyne Capital LLC et par Conversion Capital Partners Ltd, EMV Holdco détient 99,11% du capital et des droits de vote de la Société.

L'initiateur ayant décidé de mettre en œuvre une procédure d'Offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire (le « Retrait Obligatoire », « l'Opération », ou « l'Offre »), ainsi qu'il l'avait annoncé dans la note d'information en date du 24 août 2010, il nous a été demandé de confirmer le caractère équitable du prix proposé aux actionnaires minoritaires de la société Emailvision, soit 3,95 euros par action.

Cette procédure porte sur l'ensemble des titres de la société Emailvision qui ne sont pas détenus par EMV Holdco, ou par les fonds représentés par Sophrosyne Capital et Conversion Capital Partners (« les Concertistes »), soit un total de 195 077 actions, y compris 2 202 options et 9 441 bons de souscription d'actions encore exerçables jusqu'à la date de clôture de l'Offre.

Nous avons effectué nos diligences selon les 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, modifiées le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010). Nos diligences sont décrites en partie 3 et détaillées en annexe 5 ci-après.

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents et informations qui nous ont été transmis par la Société et par ses conseils, sans avoir la responsabilité de les valider. Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas audité ni examiné les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence.

Diligences effectuées

Nos diligences ont principalement consisté à :

- actualiser les travaux d'évaluation que nous avons réalisés dans le cadre de la garantie de cours selon les méthodes jugées pertinentes en nous assurant notamment que les conditions de marché et les réalisations financières connues à ce jour ne conduisent pas à revoir de manière significative les valeurs indiquées dans notre rapport du 31 août 2010. Dans ce cadre nos échanges avec nos interlocuteurs ont principalement porté sur :
 - o l'activité de la Société au titre de l'année 2010 ;
 - o la mise à jour des données financières prévisionnelles et des principales hypothèses sous-jacentes ;
 - o la mise à jour des perspectives de développement du groupe à moyen et long terme ;
- prendre connaissance du rapport de valorisation de la banque présentatrice dans le cadre de l'opération ;
- nous assurer, auprès des dirigeants de la société Emailvision, qu'aucun évènement susceptible de remettre en cause le prix proposé n'était intervenu depuis la date de remise de notre rapport relatif à la garantie de cours.

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents et informations qui nous ont été transmis par la société Emailvision, sans avoir la responsabilité de les valider.

Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas audité ni revu les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence.

Déclaration d'indépendance

Ricol Lasteyrie n'entretient aucun lien juridique ou en capital avec les sociétés concernées par l'Offre ou leurs conseils et ne détient aucun intérêt financier dans la réussite de l'Offre, ni aucune créance ou dette sur l'une des sociétés concernées par l'Offre ou toute personne contrôlée par ces sociétés au sens de l'article L.233-3 du code de commerce.

Ricol Lasteyrie ne se trouve pas en situation de conflit d'intérêts avec les sociétés concernées par l'Offre et leurs conseils, notamment au sens des articles 1.1 à 1.4 de l'instruction AMF n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante.

Conformément aux préconisations de l'AMF concernant les relations avec la banque présentatrice de l'Opération, nous précisons qu'au cours des deux dernières années, nous sommes intervenus en qualité d'expert indépendant sur les deux opérations suivantes dans lesquelles Oddo Corporate Finance était banque présentatrice :

- en mars 2009 : offre publique alternative d'achat ou d'échange visant les actions de la société Gecimed initiée par la société Gecina ;
- en août 2010 : garantie de cours initiée par EMV Holdco et visant les actions de la Société.

Ricol Lasteyrie atteste de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui, avec les personnes concernées par le projet d'Offre et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement dans le cadre de la présente mission.

Mise à jour de nos travaux d'évaluation

Nous avons mis à jour les travaux de valorisation réalisés dans le cadre de la garantie de cours et présentés dans notre rapport du 31 août 2010. L'approche multicritère retenue comprend les méthodes d'évaluation et références suivantes :

- A titre principal :
 - o l'analyse du prix de la transaction ayant conduit EMV Holdco à prendre le contrôle d'Emailvision en juillet 2010. Nous avons également pris connaissance du résultat de la garantie de cours ;
 - o une approche intrinsèque : la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels.
- A titre complémentaire :
 - o le cours de bourse ;
 - o la méthode d'évaluation par référence aux sociétés comparables cotées.

Nous n'avons pas retenu les méthodes d'actif net, d'actif net réévalué, du rendement et des transactions comparables, ces méthodes n'étant pas pertinentes au cas particulier, ainsi qu'indiqué dans notre rapport du 31 août 2010.

Hypothèses retenues dans le cadre de nos travaux de mise à jour

Pour la mise en œuvre des méthodes mentionnées ci-dessus, nous avons retenu les éléments suivants :

Eléments prévisionnels

Le management de la société Emailvision a établi un budget 2011 dans le cadre de son processus budgétaire et prévisionnel annuel. Ce budget a été validé par le Conseil d'administration de la société le 16 décembre 2010. En outre, le groupe a établi, à notre demande, un nouveau plan d'affaires sur la période 2012 à 2015, le dernier datant du 30 juin 2010.

Nombre d'actions

Nos calculs sont réalisés sur la base du nombre d'actions avec prise en compte de la dilution liée à l'exercice d'options (BSA et stock-options) à la date du 31 décembre 2010. Il n'existe pas d'actions autodétenues.

Le nombre d'actions ainsi déterminé ressort à 20 985 433 actions.

Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

L'ajustement permettant le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres a été déterminé sur la base des éléments de trésorerie et de dettes financières au 31 décembre 2010 (en cours d'audit) communiqués par le management.

Cet ajustement ressort à 6 679 K€ et comprend les éléments suivants au 31 décembre 2010 :

- valeur des impôts différés actifs sur déficits reportables pour un montant de 4 454 K€,
- augmenté des créances au titre du crédit d'impôt recherche, soit 1 215 K€,
- augmenté de la trésorerie financière, soit 4 751 K€,
- diminué des dettes financières retraitées de l'acquisition d'Objective Marketer, soit 4 333 K€,
- augmenté de l'impact de la trésorerie potentielle liée à l'exercice d'options, soit 592 K€.

Transaction de référence et résultat de la garantie de cours

Référence au prix de transaction consenti par EMV Holdco

Comme indiqué dans notre rapport du 31 août 2010 relatif à la garantie de cours et aucun nouvel élément n'ayant été porté à notre connaissance, le prix ressortant de la prise de contrôle par EMV Holdco, soit 3,95 euros par action Emailvision, constitue une référence pertinente pour apprécier le caractère équitable du prix proposé dans le cadre du Retrait Obligatoire.

Résultat de la garantie de cours

A l'issue de la garantie de cours, qui a permis d'acquérir 3 225 620 actions Emailvision, et d'achats complémentaires de titres, 44 039 ayant été acquis au prix de 3,95 euros entre le 18 octobre et le 15 novembre 2010, les concertistes détiennent 99,11% du capital et des droits de vote de la société. Seules 183 434 actions, soit 0,89% du capital (hors 2 202 options et 9 441 bons de souscription encore exerçables jusqu'à la date de clôture de l'Offre), n'ont pas été apportées à la garantie de cours. Le marché a ainsi considéré que le prix proposé aux actionnaires minoritaires était attractif.

Intentions de l'Initiateur

L'Initiateur se réserve la possibilité d'effectuer toute opération d'optimisation de la structure de détention d'Emailvision, ce qui n'exclut pas une opération de fusion avec Emailvision, même si cette dernière n'est pas envisagée dans l'immédiat.

A l'issue du Retrait Obligatoire, il est envisagé que les Fonds Sophrosyne et Conversion apportent leurs actions Emailvision à l'Initiateur en échange d'actions nouvelles de l'Initiateur, sur la base d'une valeur de 3,95 euros par action.

Le pacte d'actionnaires Emailvision, signé le 30 juillet 2010, serait résilié le jour de la réalisation de l'apport susvisé et remplacé par un avenant au pacte d'associés EMV-Holdco avec Monsieur Nicholas Peter Heys et Monsieur Guy Porré.

Nous avons obtenu communication du projet de cet avenant, dont les principales dispositions ne remettent pas en cause notre appréciation des conditions offertes aux actionnaires minoritaires dans le cadre de l'Opération.

Méthode des flux futurs actualisés

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

Hypothèses retenues au titre du plan d'affaires

Nous avons mis à jour nos travaux sur la base du budget 2011 et du nouveau plan d'affaires de la Société sur 4 années supplémentaires (2012 - 2015).

Il doit être fait observer que la société Objective Marketer acquise par Emailvision en janvier 2011 n'est pas prise en compte dans le plan d'affaires, la dette nette de la Société ayant été retraitée de l'acquisition.

Les principales évolutions par rapport au plan d'affaires communiqué en juillet 2010 sont les suivantes :

- Une croissance du chiffre d'affaires légèrement plus forte sur la période 2011 - 2015 ;
- Une dégradation de l'EBITDA et de l'EBIT, plus prononcée à court-terme du fait de l'anticipation de dépenses de marketing et de R&D plus importantes.

Les principales hypothèses économiques retenues sont les suivantes :

- une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires global de 17,9 %, sur la période 2010 - 2015 ;
- un taux de marge brute sur chiffre d'affaires en légère progression passant de 73% en 2010, à 76,7% en 2015 ;
- une progression du taux de marge d'EBIT sur chiffre d'affaires négatif en 2010 jusqu'à 8,2 % en 2015, induite par la croissance du chiffre d'affaires, mais limitée par :
 - o la hausse des charges liées à l'embauche de commerciaux et de gestionnaires de comptes actifs ;
 - o la progression des coûts de recherche et développement.

Ce taux de marge, bien qu'en croissance, reste plus faible que celui des sociétés du secteur (de l'ordre de 11,9 % prévu en 2010), en raison de la politique de croissance soutenue (extension géographique du groupe avec prise de parts de marché) et du poids des frais de recherche et développement nécessaires au maintien d'une offre innovante.

La croissance de l'activité s'appuie sur un niveau d'investissements de 2,2 millions d'euros en 2010 qui augmente jusqu'à atteindre 5,4 millions d'euros en 2015. Les investissements concernent principalement des installations liées à des implantations dans de nouveaux pays, éventuellement par croissance externe, et des serveurs informatiques permettant d'optimiser le traitement du volume de mails clients.

Travaux d'évaluation

Sur la base de discussions avec le management de la Société concernant le niveau de marge normatif attendu, nous avons extrapolé le plan d'affaires sur une période de 3 ans (2016 – 2018), à partir des hypothèses suivantes, identiques à celles que nous avons retenues lors de nos précédents travaux :

- une progression du chiffre d'affaires convergeant vers 2 % (taux de croissance à long terme) en année terminale ;
- une convergence des amortissements et des investissements en fin de période d'extrapolation ;
- un niveau de variation du besoin en fonds de roulement sur chiffre d'affaires équivalent à celui de la dernière année du plan.

En outre, nous avons retenu une hypothèse de taux de marge d'EBIT sur chiffre d'affaires convergeant vers 13,6 %, niveau de marge déterminé par référence au niveau moyen de marge attendu pour les sociétés cotées du secteur en 2011.

Coût moyen pondéré du capital

Le coût moyen pondéré du capital a été mis à jour sur la base :

- d'un bêta de 1,20 désendetté déterminé sur la base de la médiane des bêtas de notre échantillon de sociétés comparables cotées, le bêta de la Société étant peu corrélé (source : Datastream) ;
- d'une prime de risque de 5,51 % (Associés en Finance, janvier 2011) ;
- d'un taux sans risque calculé par différence entre le rendement espéré du marché¹ (Associés en Finance janvier 2011) et la prime de risque ci-dessus, qui ressort à 3,89 % ;
- d'une structure financière non endettée en raison de la situation positive de trésorerie de la majorité des sociétés comparables cotées.

Sur ces bases, le taux d'actualisation, qui correspond au coût des fonds propres, ressort à 10,51 %.

Les flux financiers ont été actualisés à partir du 1^{er} janvier 2011 et à mi-année.

Croissance à l'infini

Nous avons retenu un taux de croissance à l'infini de 2 % en valeur centrale, en ligne avec les anticipations à long terme d'inflation pour la zone Euro.

¹ E(Rm) selon les données Associés en Finance

Calculs de valorisation

Sur ces bases, la valeur d'entreprise globale ressort à 67,3 M€ et la valeur des fonds propres à 74,0 M€, soit une valeur par action de 3,53 euros.

Les sensibilités à une variation de :

- +/- 0,25 point de taux de croissance,
 - +/- 0,5 point de taux d'actualisation,
 - +/- 1 point de marge d'EBIT sur chiffre d'affaires,
- sont présentées ci-après.

Les valeurs par action en euros ainsi obtenues sont les suivantes :

Sensibilité croisée taux d'actualisation / croissance à l'infini

		Taux d'actualisation				
		9,51%	10,01%	10,51%	11,01%	11,51%
Taux de croissance à long terme	1,50%	3,93	3,61	3,32	3,07	2,85
	1,75%	4,06	3,72	3,42	3,16	2,92
	2,00%	4,20	3,84	3,53	3,25	3,00
	2,25%	4,35	3,97	3,64	3,35	3,09
	2,50%	4,51	4,11	3,76	3,45	3,18

Sensibilité croisée marge d'EBIT / croissance à l'infini

		Taux de marge d'EBIT normatif				
		11,60%	12,60%	13,60%	14,60%	15,60%
Taux de croissance à long terme	1,50%	2,71	3,02	3,32	3,63	3,94
	1,75%	2,79	3,10	3,42	3,74	4,06
	2,00%	2,87	3,20	3,53	3,86	4,18
	2,25%	2,96	3,30	3,64	3,98	4,31
	2,50%	3,06	3,41	3,76	4,11	4,45

La valeur par action ressort dans une fourchette de 3,20 euros (marge d'EBIT à 12,6 %) à 3,86 euros (marge d'EBIT à 14,6 %), avec une valeur centrale à 3,53 euros par action.

Le prix proposé offre une prime de 2,5 % à 23,4 % par rapport aux valeurs haute et basse résultant de l'analyse des flux futurs actualisés (DCF).

Méthodes d'évaluation retenues à titre secondaire

Cours de bourse

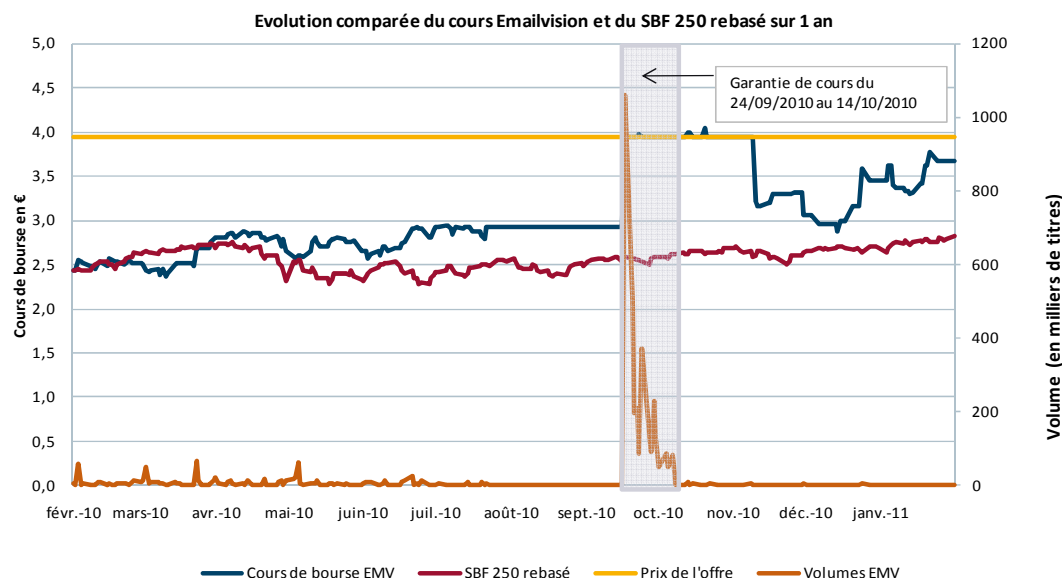
Le cours a été suspendu au prix de 2,92 euros le 29 juillet 2010.

Lors du premier jour de reprise de cotation suivant l'annonce de l'opération (24 septembre 2010), le cours d'Emailvision a augmenté de 35,3% à 3,95 euros (cours d'ouverture), soit le prix proposé. Depuis lors, le cours est resté proche de ce niveau.

Ainsi qu'illustré dans le graphique ci-dessous, le cours de bourse de la société Emailvision s'est aligné sur le prix de la garantie de cours durant toute la durée de

celle-ci et jusqu'au 15 novembre 2010 (fin de période d'acquisition des titres par EMV Holdco), à l'exception des séances du 30 septembre 2010, et des 20, 21 et 27 octobre 2010 où il l'a légèrement dépassé (plus haut à 4,05 euros).

Depuis le 15 novembre 2010, le cours d'Emailvision est retombé à des niveaux inférieurs au prix proposé.



Les cours moyens pondérés par les volumes 1 mois, 3 mois, 6 mois et 1 an, s'établissent entre 3,45 euros (1 mois) et 3,94 euros (6 mois)

Avec un flottant désormais inférieur à 1%, la liquidité du titre est limitée ; c'est pourquoi nous présentons cette analyse à titre secondaire.

Le prix proposé présente une prime de 35,3% par rapport au cours spot au 29 juillet 2010, une prime de 7,6% par rapport au cours spot au 7 février 2011, et des primes comprises entre 0,1% à 14,5% par rapport aux cours moyens pondérés par les volumes 1 mois à 12 mois.

Méthode des sociétés comparables cotées

Nous avons mis à jour nos travaux d'évaluation basés sur la méthode des multiples boursiers en nous appuyant sur le même échantillon de sociétés comparables que celui présenté dans notre rapport en date du 31 août 2010.

Les niveaux de capitalisation boursière, de chiffre d'affaires et de marge d'EBIT de ces sociétés sont présentés dans le tableau suivant :

en M\$	Capitali-sation spot	Dette nette	VE	CA			EBIT/CA			EBITDA/CA		
				2009	2010e	2011e	2009	2010e	2011e	2009	2010e	2011e
Salesforce.com Inc.	17 989	(778)	17 183	1 279	1 621	1 989	8,7%	14,3%	15,1%	12,7%	17,8%	18,0%
Rightnow Technologies Inc.	894	(97)	797	153	225	265	7,2%	11,2%	15,9%	12,4%	17,6%	21,2%
Acxiom Corp.	1 416	235	1 642	1 144	1 148	1 206	8,5%	na	na	23,8%	23,0%	23,8%
Kenexa Corp.	548	(65)	474	158	194	242	10,1%	8,5%	9,8%	16,3%	15,4%	15,7%
Taleo Corp.	1 252	(245)	1 007	198	238	298	12,2%	13,7%	13,7%	26,0%	24,0%	22,5%
Moyenne							9,3%	11,9%	13,6%	18,3%	19,5%	20,3%

Nous avons retenu le multiple de Valeur d'Entreprise rapportée à l'EBITDA, multiple usuel dans le secteur des Computer services.

Les sociétés comparables cotées présentant leurs comptes selon les normes américaines, nous avons retenu, dans un souci d'homogénéisation, l'EBITDA de la société Emailvision retraité des frais de développement capitalisés.

Nous avons écarté le multiple de Valeur d'Entreprise rapportée au chiffre d'affaires qui ne permet pas de tenir compte des différences de profitabilité. Nous n'avons pas non plus retenu le multiple d'EBIT dans la mesure où l'EBIT de la Société retraité des frais de développement capitalisés est négatif en 2010 et devrait également l'être en 2011 selon le budget.

Pour les sociétés comparables ne clôturant pas au 31 décembre, nous avons procédé à un ajustement calendaire des agrégats concernés.

Le tableau ci-après synthétise les multiples issus de notre échantillon :

	EV/EBITDA	
	2010e	2011e
Salesforce.com Inc.	59.6 x	47.9 x
Rightnow Technologies Inc.	20.1 x	14.2 x
Acxiom Corp.	6.2 x	5.7 x
Kenexa Corp.	15.9 x	12.5 x
Taleo Corp.	17.6 x	15.0 x
Moyenne	23.9 x	19.1 x
Médiane	17.6 x	14.2 x

Eu égard à la disparité des multiples obtenus, nous avons privilégié la référence à la médiane. Nous n'avons pas retenu les multiples 2012, du fait de l'absence de prévisions pour les sociétés Rightnow Technologies et Acxiom Corp.

Valeurs obtenues par application des multiples de comparables boursiers

Sur la base du multiple médian d'EBITDA, la valeur par action ressort dans une fourchette comprise entre 0,57 euro (multiple 2011) et 0,64 euro (multiple 2010).

Sur la base des capitalisations boursières au 7 février 2011 des sociétés comparables, le prix de l'Offre fait ressortir des primes supérieures à 400 % par rapport aux valeurs issues de cette méthode.

Analyse du travail d'évaluation réalisé par la banque évaluatrice

Oddo Corporate Finance, banque présentatrice de l'opération, a préparé les éléments d'appréciation de l'Offre figurant au paragraphe 3 du projet de note d'information.

Nous avons analysé ces éléments et nous nous sommes rapprochés des représentants de la banque pour en discuter. La banque nous a également communiqué son rapport d'évaluation.

La banque présentatrice a retenu l'approche suivante pour valoriser les actions de la société Emailvision :

Méthodes d'évaluation écartées

- Actualisation des flux de dividendes futurs ;
- Multiples de transactions comparables ;
- Actif Net Comptable et Actif Net Réévalué (« ANR »).

Méthodes principales retenues

- Transactions récentes sur le capital ;
- Actualisation des flux de trésorerie futurs disponibles (DCF).

Méthode présentée à titre indicatif

- Multiples des comparables boursiers ;
- Cours de bourse.

6.1 Méthodes d'évaluation écartées par la banque présentatrice

Nous n'avons pas de divergence d'appréciation sur le rejet des méthodes de l'actif net réévalué, des multiples de transactions et du rendement, ayant nous-mêmes écarté ces méthodes.

6.2 Méthodes d'évaluation retenues par la banque présentatrice

Transactions récentes sur le capital

Nous n'avons pas de commentaire sur les analyses de la banque qui récapitulent les différentes transactions intervenues depuis juillet 2010.

Méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie ou Discounted Cash Flows (DCF)

La banque présentatrice a mis en œuvre la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie sur la base du plan d'affaires communiqué par la société, extrapolé sur trois années.

Pour le calcul de la valeur terminale, elle a privilégié les approches suivantes :

- une progression du chiffre d'affaires convergeant vers 2 % (taux de croissance à long terme) et un taux de marge d'EBIT sur chiffre d'affaires convergeant vers 14,1 % en valeur terminale ;
- des amortissements correspondant à 3 % du chiffre d'affaires et des investissements représentant 4 % du chiffre d'affaires en année terminale.

Nous avons pour notre part considéré un niveau de marge d'EBIT normatif de 13,6 % dès 2018, et avons fait converger les amortissements et les investissements en fin d'extrapolation du plan en 2018.

Nous n'avons pas de divergence significative d'analyse sur le niveau de la dette nette de la Société ni sur le nombre de titres pour le calcul de la valeur par action.

Hypothèses financières

La banque a retenu le bêta moyen des comparables cotés (source Factset) qui ressort à 1,27, et la source Oddo Securities pour déterminer la prime de risque. Nous avons retenu les paramètres de marché à fin janvier 2011 du modèle Associés en Finance.

Ces différents éléments expliquent l'écart de taux d'actualisation (10,70 % pour la banque présentatrice et 10,51 % selon nos calculs).

La fourchette de valeurs obtenue par la banque présentatrice est comprise entre 2,99 euros par action et 3,84 euros, la valeur centrale ressortant à 3,34 euros. Nos calculs aboutissent à une fourchette de valeurs de 3,20 euros à 3,86 euros (valeur centrale à 3,53 euros).

Evaluation analogique de la Société par la méthode des comparables boursiers

La banque présentatrice a retenu un échantillon identique au nôtre regroupant les sociétés américaines, Acxiom Corp., Kenexa Corp., RightNow Technologies Inc., Salesforce.com Inc. et Taleo Corp.

Elle a privilégié le multiple médian d'EBITDA sur l'année 2011, sur la base de la capitalisation boursière des sociétés comparables au 7 février 2011 (moyenne 100 jours).

Nous avons, pour notre part, retenu les multiples médians d'EBITDA 2010e et 2011e sur la base des capitalisations boursières spot au 7 février 2011.

La principale divergence vient de l'utilisation d'un consensus différent (Factset) et de périodes de référence différentes pour la détermination des capitalisations boursières au 7 février 2011.

La méthodologie suivie par la banque présentatrice n'appelle pas d'autre commentaire de notre part, les valeurs étant relativement proches.

Elle conduit à faire ressortir, sur la base du multiple d'EBITDA, une valeur par action de 0,64 euro (entre 0,57 euro et 0,64 euro selon nos travaux).

Synthèse de nos travaux et attestation sur le caractère équitable du prix offert

6.3 Synthèse de nos travaux d'évaluation

A l'issue de nos travaux, le prix offert dans le cadre de l'Offre, soit 3,95 euros, fait ressortir les primes et décotes suivantes par rapport aux valeurs résultant des méthodes d'évaluation que nous avons jugées pertinentes :

Expert indépendant	bas	haut	Prime/(décote) à 3,95 €		Banque présentatrice	bas	haut
			bas	haut			
<u>A titre principal :</u>					<u>A titre principal :</u>		
Transaction de référence		3,95			Transaction de référence		3,95
DCF	3,20	3,86	23,4%	2,5%	DCF	2,99	3,84
<u>A titre secondaire :</u>					<u>A titre secondaire :</u>		
Cours de bourse					Cours de bourse		
- cours au 29/07/2010	2,92		35,3%		- cours au 7/02/2011	3,67	
- cours au 7/02/2011	3,67		7,6%		- moy. 20 jours	3,45	
- moy. 1 mois	3,45		14,5%		- moy. 40 jours	3,43	
- moy. 3 mois	3,46		14,1%		- moy. 120 jours	3,94	
- moy. 6 mois	3,94		0,1%				
- moy. 12 mois	3,67		7,8%				
Comparables boursiers					Comparables boursiers		
- multiple d'EBITDA	0,57	0,64	593,0%	517,2%	- multiple d'EBITDA	0,64	

6.4 Attestation sur le caractère équitable du prix offert

Ainsi que rappelé en préambule, la présente Offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire fait suite à la garantie de cours ouverte du 24 septembre 2010 au 14 octobre 2010 dans le cadre de laquelle nous avons établi une attestation d'équité. Le présent rapport est établi dans le cadre du retrait obligatoire envisagé.

A l'issue de nos travaux, nous observons que le prix de 3,95 euros par action offert :

- est identique au prix payé aux actionnaires principaux (dont les dirigeants) dans le cadre de l'acquisition du contrôle d'Emailvision par EMV Holdco le 30 juillet 2010 ;
- est identique au prix proposé dans le cadre de la garantie de cours au cours de laquelle 3 225 620 actions ont été apportées (soit 93,40% des titres visés) ;
- fait ressortir des primes comprises entre 2,5 % et 23,4 % par rapport aux valeurs issues d'une analyse des flux futurs actualisés (DCF), étant rappelé que le plan d'affaires repose sur des hypothèses économiques dont la variation est susceptible d'entraîner des impacts sensibles sur la valeur. La valeur DCF que nous avons déterminée intègre l'hypothèse selon laquelle la société sera en mesure d'augmenter son niveau de marge jusqu'en 2018 tout en développant son activité, et d'atteindre un niveau proche de celui des sociétés du secteur.

Nous observons en outre que, depuis la fin de la période d'acquisition des titres Emailvision par EMV Holdco, le cours de la Société s'est établi, dans des volumes limités, à des niveaux inférieurs au prix d'offre (moyenne 3 mois : 3,46 euros).

En l'absence de sociétés cotées réellement comparables, la méthode analogique n'a été utilisée qu'à titre secondaire. Elle permet de conforter le caractère équitable du prix offert.

Dans ce contexte et sur ces bases, nous sommes d'avis que le prix de 3,95 euros par action que l'initiateur envisage de proposer, dans le cadre de l'offre publique de retrait et du retrait obligatoire qui s'ensuivrait, est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de la société Emailvision.

Fait à Paris,
le 14 février 2011

Ricol Lasteyrie
Sonia Bonnet-Bernard

ANNEXES

ANNEXE 1 : PRESENTATION DE LA SOCIETE RICOL LASTEYRIE

Avec une équipe resserrée de professionnels reconnus dans leurs spécialités, Ricol Lasteyrie intervient, depuis sa création, dans tous les domaines liés à l'analyse financière et à l'évaluation d'entreprises, que ce soit dans le cadre de :

- missions légales : commissariat aux apports et à la fusion ;
- missions contractuelles : expertise indépendante, évaluation d'entreprises et arbitrage.

Ricol Lasteyrie a acquis au cours des années une expérience reconnue dans les opérations qui requièrent une appréciation particulière de l'équité entre actionnaires et plus généralement en matière d'expertise indépendante et d'attestation d'équité.

Ricol Lasteyrie est doté d'une charte qualité, téléchargeable sur son site Internet : www.ricol-lasteyrie.fr

ANNEXE 2 : LISTE DES MISSIONS D'EXPERTISE INDEPENDANTE RECEMMENT REALISEES PAR RICOL LASTEYRIE

Depuis deux ans, Ricol Lasteyrie est intervenu en qualité d'expert indépendant dans le cadre des opérations suivantes portant sur des sociétés dont les actions sont admises sur un marché réglementé :

Date	Cible	Initiatrice	Banque présentatrice	Type d'offre
août-10	Emailvision	EMV Holdco SAS	Oddo Corporate Finance	Garantie de cours
juillet-10	APRR	Eiffarie	Société Générale	OPR
juillet-10	Ginger	Grontmij	RBS	OPA
mai-10	IMS	Jacquet Metals	Crédit Agricole CIB / Messier Partners	Fusion absorption
mars-10	Elf Aquitaine	TOTAL S.A.	BNP Paribas	OPR-RO
février-10	Siparex Croissance	Siparex Croissance	Neuflize OBC (groupe ABN)	OPRA
mars-09	Gecimed	Gecina	Oddo Corporate Finance	OPM (Mixte)
janvier-09	Distriborg	Wessanen France Holding SAS	ING	OPR-RO
janvier-09	Wavecom	Sierra Wireless France SAS	Lazard Frères	OPA

ANNEXE 3 : ADHESION A UNE ASSOCIATION PROFESSIONNELLE RECONNUE PAR L'AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS

Ricol Lasteyrie adhère depuis le 1^{er} juillet 2008 à l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association professionnelle reconnue par l'Autorité des marchés financiers en application de l'article 263-1 de son Règlement général.

Par ailleurs, Ricol Lasteyrie est doté d'une charte qualité prévoyant notamment des procédures destinées à protéger l'indépendance de la société et éviter les situations de conflits d'intérêts ainsi qu'à contrôler, sur chaque mission, la qualité des travaux réalisés et des rapports avant leur émission.

ANNEXE 4 : MONTANT DE LA REMUNERATION PERCUE

Pour cette mission, notre rémunération s'est élevée à 50 000 euros, hors taxes et hors frais.

ANNEXE 5 : DESCRIPTION DES DILIGENCES EFFECTUEES

Programme de travail détaillé

Nous avons mis en œuvre le programme de travail suivant :

Prise de connaissance de l'opération et acceptation de la mission
Identification des risques et orientation de la mission
Collecte des informations et des données nécessaires à la mission
Appréciation du contexte de l'Offre : • Discussions avec les dirigeants de la société Emailvision • Echanges avec les conseils de l'Initiateur
Prise de connaissance de la documentation comptable et financière mise à jour de la société Emailvision
Construction d'une approche fondée sur les flux futurs : • Analyse du plan d'affaires mis à jour par le management de la Société • Extrapolation des flux de trésorerie prévisionnels sur trois ans • Travaux d'évaluation • Analyses de sensibilité
Mise à jour des méthodes analogiques : • Comparables boursiers
Recherche de transactions comparables
Mise à jour de l'analyse du cours de bourse : • Analyse de la liquidité • Analyse de l'évolution du cours
Analyse des éléments d'appréciation du prix de l'offre de la banque présentatrice
Revue de cohérence entre le rapport de l'expert et le projet de note d'information
Obtention d'une lettre d'affirmation des représentants de la Société
Note de synthèse
Revue indépendante
Rédaction du rapport
Présentation des conclusions à la Société

ANNEXE 6 : CALENDRIER DE L'ETUDE

- Présentation de l'opération par les dirigeants d'Emailvision : 12 janvier 2011
- Envoi d'un projet de lettre de mission : 12 janvier 2011
- Réunions avec le management de la Société, en présence de la banque présentatrice : 19 janvier 2011
- Entretien avec les commissaires aux comptes : 10 février 2011
- Présentation au conseil et remise du rapport définitif : 14 février 2011

ANNEXE 7 : LISTE DES PERSONNES RENCONTREES ET/OU CONTACTEES

Emailvision

- Monsieur Nicholas Heys, Président
- Monsieur Olivier Candau, Chief Financial Officer

Banque présentatrice, Oddo Corporate Finance

- Monsieur Laurent Durieux, Directeur
- Monsieur Hubert de Blignières, Chargé d'Affaires

Avocats conseils de la société initiatrice, Franklin

- Maître Mark Richardson, Avocat Associé
- Maître Christian Sauer, Avocat

ANNEXE 8 : SOURCE DES INFORMATIONS UTILISEES

- Informations significatives communiquées par l'Initiateur et ses conseils
 - Projet de note d'information relative à l'Offre
- Informations significatives communiquées par la Société :
 - Budget de la Société
 - Plan d'affaires mis à jour
- Informations significatives communiquées par la banque présentatrice :
 - Rapport de valorisation
- Informations de marché :
 - Notes d'analyse financière et transactions comparables : Thomson One Banker ;
 - Données de marché : Datastream et Associés en Finance.

ANNEXE 9 : PERSONNEL ASSOCIE A LA REALISATION DE LA MISSION

La mission a été conduite par :

- Sonia Bonnet-Bernard, expert-comptable et commissaire aux comptes, dotée de 25 ans d'expérience dans les domaines comptables et financiers, associée gérante de Ricol Lasteyrie depuis 1998, responsable du pôle Attestation-Evaluation. Elle est membre de l'Autorité des Normes Comptables et vice-présidente de la Société Française des Evalueurs (SFEV) ;
- Pierre Astolfi, diplômé de l'Institut Commercial de Nancy et titulaire du DEC, associé de Ricol Lasteyrie où il intervient depuis 5 ans plus particulièrement sur des missions d'expertise indépendante et des missions d'évaluation ; membre de la SFEV, il a participé à une quinzaine de missions d'attestation d'équité ;
- un analyste disposant d'une expérience professionnelle de plus de 6 ans.

La revue indépendante a été effectuée par Florence Lafargue (Associée).

5. AVIS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE EMAILVISION

Le conseil d'administration d'Emailvision s'est réuni le 14 février 2011 sous la présidence de Nicholas Heys, Président Directeur Général, afin d'examiner le projet de dépôt d'une Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire et de rendre un avis motivé sur ce projet et ses conséquences pour la Société, ses actionnaires et salariés.

Tous les membres du conseil d'administration étaient présents ou représentés. L'avis a été rendu à l'unanimité des membres présents ou représentés et aucune opinion divergente n'a été formulée.

Le texte de cet avis, extrait du procès-verbal de la réunion du conseil d'administration, est reproduit ci-après :

« Le conseil d'administration a examiné les conditions du projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire initié par EMV Holdco sur les actions d'Emailvision existant ou à émettre pendant la période d'offre et non encore détenues par EMV Holdco ou les entités agissant de concert avec elle, soit 195.077 actions représentant 0.94 % du capital et des droits de vote d'Emailvision, afin de rendre un avis motivé sur l'intérêt que présente ladite offre, conformément aux dispositions de l'article 231-19, 4° du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers.

Le conseil d'administration a pris connaissance du projet de communiqué de presse conjoint qui doit être diffusé et des éléments d'informations contenus dans le projet de note d'information conjointe d'EMV Holdco et Emailvision, qui inclut notamment un résumé du rapport d'évaluation préparé par Oddo Corporate Finance et le rapport de Mme Sonia Bonnet-Bernard, associé-gérant du cabinet Ricol Lasteyrie sis 2, avenue Hoche, 75008 Paris, en sa qualité d'expert indépendant désigné par Emailvision le 12 janvier 2011 conformément aux dispositions de l'article 261-1 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers.

Après examen et délibération, le conseil d'administration, au vu notamment du rapport de l'expert indépendant concluant au caractère équitable du prix proposé dans l'offre et de l'indemnisation remise dans le cadre du retrait obligatoire, soit 3,95 euros par action Emailvision, décide à l'unanimité d'approuver le projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire, qu'il considère conforme aux intérêts d'Emailvision, de ses actionnaires et de ses salariés.

Dès lors le conseil d'administration recommande aux actionnaires minoritaires d'Emailvision d'apporter leurs actions à l'offre publique de retrait, étant précisé que ces actions seront en toute hypothèse transférées à la société EMV Holdco dans le cadre du retrait obligatoire, moyennant une indemnisation identique au prix de l'offre publique de retrait, soit 3,95 euros par action Emailvision.

Le conseil d'administration prend acte de ce que les actions Emailvision seront radiées d'Alternext (Paris) de NYSE Euronext dès le jour de négociation suivant la clôture de l'offre publique de retrait, date à laquelle le retrait obligatoire sera effectif. »

6. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION CONJOINTE

6.1 POUR LA PRESENTATION DE L'OFFRE SUIVIE DU RETRAIT OBLIGATOIRE

« Conformément à l'article 231-18 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers, Oddo Corporate Finance, établissement présentateur de l'Offre, atteste qu'à sa connaissance, la présentation de l'Offre suivie du Retrait Obligatoire qu'elle a examinée sur la base des informations communiquées par l'Initiateur et la Société et les éléments d'appréciation du prix proposé sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Oddo Corporate Finance

6.2 POUR EMV HOLDCO

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

EMV Holdco SAS
Représenté par Monsieur Nicholas Peter Heys
Président

6.3 POUR EMAILVISION

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

Emailvision SA
Représenté par Monsieur Nicholas Peter Heys
Président Directeur Général