

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

VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE



INITIEE PAR LA SOCIETE

FINANCIERE LR

PRESENTEE PAR



CORPORATE FINANCE

PROJET DE NOTE D'INFORMATION CONJOINTE DE FINANCIERE LR ET INTERCALL

**Prix de l'Offre : 4,80 euros par action Intercall
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 II du Code monétaire et financier sera mise en œuvre. Les actions Intercall 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 Financière LR, moyennant une indemnité de 4,80 euros par action Intercall.



AUTORITÉ
DES MARCHÉS FINANCIERS

Le présent projet de note d'information conjointe a été établi et déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (AMF) le 8 juin 2011, conformément aux dispositions des articles 231-13 à 231-26 du règlement général de l'AMF. Cette Offre et le présent projet de note d'information conjointe restent soumis à l'examen de l'AMF.

Le présent projet de note d'information conjointe est disponible sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et d'Intercall (www.intercall.fr) et peut être obtenu sans frais auprès de :

Financière LR

24 rue Emile Menier
75116 Paris

Intercall

24 rue Emile Menier
75116 Paris

Oddo Corporate Finance

12 boulevard de la Madeleine
75009 Paris

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de Financière LR et d'Intercall, seront mises à la disposition du public conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique de retrait.

TABLE DES MATIERES

1.	PRESENTATION DE L'OPERATION	3
1.1.	Contexte de l'opération	4
1.2.	Caractéristiques de l'Offre.....	6
1.3.	Modalités de l'Offre.....	6
1.4.	Le Retrait Obligatoire	8
1.5.	Calendrier indicatif de l'Offre.....	8
1.6.	Restrictions concernant l'Offre à l'étranger	9
1.7.	Régime fiscal de l'Offre.....	9
1.8.	Modalités de financement de l'Offre et frais liés à l'opération	13
2.	ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX OFFERT	13
2.1.	Méthodologie.....	13
2.2.	Critères retenus.....	13
2.3.	Critères écartés	14
2.4.	Hypothèses retenues et sources des informations utilisées.....	15
2.5.	Appréciation de l'Offre au regard de la Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs	16
2.6.	Synthèse des éléments d'appréciation de l'Offre	23
3.	RAPPORT D'EXPERTISE INDEPENDANTE	24
4.	AVIS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION	54
4.1.	Composition et date du conseil d'administration ayant rendu l'avis motivé sur l'Offre	54
4.2.	Extrait du procès-verbal du conseil d'administration ayant rendu l'avis motivé sur l'Offre.....	54
4.3.	Intentions des membres du conseil d'administration.....	54
5.	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE D'INFORMATION	55
5.1.	Pour Financière LR.....	55
5.2.	Pour Intercall	55
5.3.	Pour la présentation de l'Offre.....	55

1. PRESENTATION DE L'OPERATION

En application des articles 236-3 et 237-1 et suivants du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'"**AMF**"), la société Financière LR, société à responsabilité limitée au capital de 2.000.000 euros, dont le siège social est sis 24 rue Emile Menier – 75116 Paris, dont le numéro d'identification est 484 855 572 RCS Paris, (ci-après "**Financière LR**" ou l'"**Initiateur**"), s'est engagée irrévocablement auprès de l'AMF à offrir aux actionnaires de la société Intercall, société anonyme au capital de 1.827.060 euros, dont le siège social est sis 24 rue Emile Menier – 75116 Paris, dont le numéro d'identification est 393 819 636 RCS Paris, et dont les actions sont admises aux négociations sur Euronext Paris sous le code ISIN FR0000044901 (ci-après "**Intercall**" ou la "**Société**"), la possibilité de lui céder la totalité de leurs actions Intercall au prix unitaire de 4,80 euros dans le cadre de la présente 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 l'Initiateur, soit à la date des présentes 67.709 de la Société représentant 3,71 % du capital et des droits de vote d'Intercall.

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

Oddo Corporate Finance est l'établissement présentateur de l'Offre et garantit, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre et du Retrait Obligatoire.

1.1. CONTEXTE DE L'OPERATION

1.1.1. Fusion absorption de Corporate Telecom par Intercall

Après une étude approfondie de la situation et des perspectives de développement du groupe Financière LR, il est ainsi apparu nécessaire de regrouper les activités d'Intercall et de Corporate Telecom au sein d'une même structure.

Intercall était à l'origine un opérateur spécialisé dans la conception et la revente de services de télécommunications « prépayés » à destination du grand public, qui combinent télécommunications, contenus audio, gestion de bases de données et licences de marques. Depuis le mois de juin 2010, Intercall propose en plus des cartes filaires à destination des communautés étrangères, des cartes à puce à utiliser depuis les cabines publiques. Les principaux clients des cartes à puces sont des clients de plus de 50 ans, non technophiles, n'ayant pas de connexion internet.

Corporate Telecom proposait par ailleurs des offres de téléphonie en post payé pour une clientèle résidentielle.

Intercall souhaitait au travers de la Fusion pouvoir bénéficier d'une activité post payée, donc plus pérenne, moins instable et de bénéficier d'une base de clients pour lesquelles elle pourra proposer ses services prépayés. Par ailleurs, Intercall envisageait d'utiliser le trafic de Corporate Telecom afin de bénéficier d'effet prix volume auprès de ses vingt opérateurs interconnectés avec sa plateforme.

Un projet de fusion absorption de Corporate Telecom par Intercall (la «**Fusion**») a ainsi été proposé et approuvé le 30 mai 2011 par l'assemblée générale mixte de la société Intercall et l'assemblée générale extraordinaire de la société Corporate Telecom.

Les caractéristiques de cette Fusion sont décrites dans un document qui a fait l'objet d'un enregistrement par l'AMF le 29 avril 2011 sous le numéro E 11-020.

La parité d'échange a été arrêtée à 2 040 actions Intercall pour 1 action Corporate Telecom.

Compte tenu de la parité retenue, il a été émis 1 020 000 actions nouvelles de 1 euro d'Intercall rémunérant l'apport par Financière LR de Corporate Telecom, soit une augmentation de capital de 1.020.000 euros.

1.1.2. Déclarations de franchissement de seuil et d'intention

Par courrier du 31 mai 2011¹, Financière LR, conformément aux dispositions de l'article L. 233-7 du Code de commerce, a déclaré à l'AMF avoir franchi en hausse, le 30 mai 2011, le seuil de 95 % en capital et en droits de vote de la société Intercall et détenir 1 759 351 actions représentant autant de droits de vote, soit 96,29 % du capital et des droits de vote de la Société.

Financière LR a le même jour déclaré à la Société le franchissement à la hausse des seuils légaux précités et de chaque seuil statutaire de 1 % du capital, de 92 % à 96 % du capital de la Société.

¹ Cf. Avis et décision de l'AMF n°211C0831 en date du 1^{er} juin 2011

1.1.3. Répartition du capital et des droits de vote d'Intercall

A la date de dépôt de la présente Offre, la composition de l'actionnariat de la Société est la suivante :

	Actions		Droits de vote	
	Nombre	%	Nombre	%
Financière LR	1 759 351	96,29%	1 759 351	96,29%
Public	67 709	3,71%	67 709	3,71%
Total	1 827 060	100,00 %	1 827 060	100,00 %

1.1.4. Intentions de l'Initiateur pour les douze mois à venir

(a) Stratégie – Politique Industrielle

L'Initiateur entend poursuivre l'activité de la Société. En particulier, l'Initiateur n'entend pas modifier l'objet social de la Société.

(b) Composition des organes sociaux et de la direction d'Intercall

L'Initiateur n'entend pas modifier la composition des organes sociaux et de direction d'Intercall.

(c) Orientation en matière d'emploi

Conformément à la stratégie de poursuite de l'activité d'Intercall, l'Offre ne devrait pas avoir d'impact sur la politique d'Intercall en matière d'emploi.

(d) Organisation juridique, structure du Groupe

A la date du présent projet de note d'information conjointe, l'Initiateur n'envisage pas de procéder à une fusion avec la Société ni entre la Société et d'autres entités entrant dans le périmètre actuel des activités de l'Initiateur.

(e) Politique de distribution des dividendes

L'initiateur n'envisage pas de modifier la politique actuelle de distribution de dividende à court terme de la Société. La politique de dividendes sera évaluée en fonction de la capacité distributrice de la Société.

(f) Synergies envisagées

L'Initiateur étant une holding financière, il n'a pas de vocation à développer des synergies avec la Société à l'issue de l'Offre.

(g) Intérêt de l'Offre pour les actionnaires de la Société

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 la Société, 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 d'Intercall, l'Offre 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 3 du présent projet de note d'information).

(h) Accords susceptibles d'avoir une influence sur l'appréciation de l'Offre ou son issue

L'Initiateur n'a connaissance ou n'est partie à aucun accord susceptible d'avoir une influence sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

1.2. CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE

1.2.1. Conditions de l'Offre

En application des dispositions de l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF, Oddo Corporate Finance, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé le [7 juin] 2011 auprès de l'AMF le projet d'Offre sous la forme d'une Offre publique de Retrait suivie d'un retrait Obligatoire portant sur la totalité des actions Intercall non détenues par l'Initiateur.

En conséquence, l'Initiateur s'engage irrévocablement auprès des actionnaires d'Intercall à acquérir au prix de 4,80 euro par action, toutes les actions Intercall qui seront présentées dans le cadre de l'Offre pendant une période de 10 jours de négociation.

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

1.2.2. Nombre de titres Intercall visés par l'Offre

L'Offre vise la totalité des actions de la Société non détenues directement et indirectement par l'Initiateur, soit 67 709 actions ordinaires de la Société au jour du dépôt de la présente Offre.

A l'exception des actions visées ci-dessus, il n'existe aucun autre droit, titre de capital ou instrument financier pouvant donner accès immédiatement ou à terme au capital social ou aux droits de vote de Intercall.

1.3. MODALITES DE L'OFFRE

Le projet d'Offre a fait l'objet d'un avis de dépôt publié par l'AMF le [●] 2011 sous le n° [●]. 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 juin 2011. En outre, le projet de la présente note d'information conjointe est tenu gratuitement à la disposition du public au siège des sociétés Intercall, Financière LR, et Oddo Corporate Finance et a été mis en ligne sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et d'Intercall (www.intercall.fr).

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

La note d'information conjointe 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 Intercall, Financière LR, 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.

Oddo Corporate Finance, agissant pour le compte de Financière LR s'engage irrévocablement à acquérir, au prix de 4,80 euros par action, toutes les actions Intercall qui seront présentées sur le marché pendant la durée de l'Offre.

Les actions Intercall 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 Corporate Trust) l'inscription de leurs actions sous la forme au porteur chez un intermédiaire habilité.

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 d'Intercall 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.

1.4. 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 Intercall qui n'auront pas été présentées à l'Offre seront transférées à Financière LR moyennant indemnisation de leur détenteur pour un montant identique au prix de l'Offre, soit 4,80 euros pour chaque action Intercall.

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 Intercall de l'indemnité leur revenant.

Les fonds correspondant à l'indemnisation des actions Intercall 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.

Dans cette perspective, et conformément à l'article 237-16 I. 2° du règlement général de l'AMF, le conseil d'administration de la Société a procédé dans sa séance du 20 mars 2011 à la désignation du cabinet Bellot Mullenbach et Associés situé 11 rue de Laborde – 75008 Paris en qualité d'expert indépendant, sur le fondement de l'article 261-1 II du règlement général de l'AMF, afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre et du Retrait obligatoire.

Le rapport de l'expert indépendant est reproduit in extenso au paragraphe 3 du présent projet de note d'information conjointe.

Les actions Intercall seront radiées de NYSE-Euronext Paris (compartiment B) le jour de négociation suivant la clôture de l'Offre.

1.5. CALENDRIER INDICATIF DE L'OFFRE

14 juin 2011	Dépôt par Oddo Corporate Finance du projet d'Offre auprès de l'AMF
15 juin 2011	Communiqué de presse conjoint publié par l'Initiateur et la Société relatif au dépôt de la note d'information conjointe relative à l'Offre Mise à disposition du public et en ligne sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et sur celui de la Société (www.intercall.fr) du projet de note d'information conjointe
5 juillet 2011	Déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa sur les notes d'informations de l'Initiateur et de la Société
6 juillet 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

Financière LR et Intercall

7 juillet 2011 Ouverture de l'Offre

20 juillet 2011 Clôture de l'Offre

21 juillet 2011 Publication par l'AMF de l'avis de résultat de l'Offre

Mise en œuvre du Retrait Obligatoire et radiation des actions Intercall du marché Euronext (Paris) de NYSE-Euronext

1.6. RESTRICTIONS CONCERNANT L'OFFRE A L'ETRANGER

L'Offre est faite exclusivement en France.

Le présent projet de note d'information conjointe n'est pas destiné à être diffusé dans les pays autres que la France.

L'Offre n'a fait l'objet d'aucune formalité, d'aucun enregistrement ou visa en dehors de la France. Le présent document et les autres documents relatifs à l'Offre ne constituent pas une offre de vente ou d'achat de valeurs mobilières ou une sollicitation d'une telle Offre dans tout pays dans lequel une telle Offre ou sollicitation est illégale. C'est pourquoi, les titulaires d'actions Intercall en dehors de la France ne peuvent pas participer à l'Offre, sauf si le droit local auquel ils sont soumis le leur permet.

En effet, la participation à l'Offre et la distribution du présent projet de note d'information conjointe peuvent faire l'objet 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 fait l'objet de restrictions.

Les personnes disposant du présent projet de note d'information conjointe doivent respecter les restrictions en vigueur dans leur pays. 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.

Financière LR décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne des restrictions qui lui sont applicables.

1.7. REGIME FISCAL DE L'OFFRE

En l'état actuel de la législation française, les dispositions suivantes résument le régime fiscal susceptible de s'appliquer aux actionnaires de la Société qui participeront à l'Offre ou au Retrait Obligatoire.

Ceux-ci devront néanmoins, compte tenu des particularités éventuellement liées à leur statut fiscal, s'assurer, auprès de leur conseil fiscal habituel que ces dispositions leurs sont effectivement applicables.

Personnes physiques résidentes fiscales de France agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et ne réalisant pas d'opérations de bourse dans des conditions analogues à celles qui caractérisent une activité exercée par une personne se livrant à titre professionnel à de telles opérations.

Les dispositions suivantes résument les conséquences fiscales françaises susceptibles de s'appliquer aux personnes physiques résidentes fiscales de France ne réalisant pas d'opérations de bourse dans des conditions analogues à celles qui caractérisent une activité exercée par une personne se livrant à titre professionnel à ce type d'opérations. Les personnes physiques qui réaliseraient de telles opérations sont invitées à s'assurer, auprès de leur conseil fiscal habituel, de la fiscalité applicable à leur cas particulier.

Régime de droit commun

En application de l'article 150-0 A du code général des impôts ("CGI"), les plus-values de cession d'actions de la Société réalisées par les personnes physiques dans le cadre de l'Offre ou du Retrait Obligatoire, égales à la différence entre le prix offert et le prix ou la valeur d'acquisition des actions apportées à l'Offre ou au Retrait Obligatoire, sont imposables à l'impôt sur le revenu au taux proportionnel actuellement fixé à 19% (à compter du 1er janvier 2011) (article 200 A, 2° du CGI), dès le premier euro.

Quel que soit le montant annuel des cessions, la plus-value est également soumise aux contributions sociales suivantes au taux global de 12,3% :

- la Contribution Sociale Généralisée ("CSG") au taux de 8,2% ;
- la Contribution pour le Remboursement de la Dette Sociale ("CRDS") au taux de 0,5% ;
- le prélèvement social sur les revenus du capital de 2,2% ; et
- les contributions additionnelles de 0,3% et 1,1%.

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

Ainsi, pour les revenus réalisés en 2011, le taux global s'élèvera à 31,3% dès le premier euro de cession.

Conformément aux dispositions de l'article 150-0 D, 11° du CGI, les moins-values éventuellement subies lors de la cession des actions de la Société dans le cadre de l'Offre ou du Retrait Obligatoire peuvent être imputées exclusivement sur les plus-values de même nature réalisées au cours de l'année de cession ou des dix années suivantes, à condition que ces moins-values résultent d'opérations imposables.

Actions de la Société détenues au sein d'un Plan d'Epargne en Actions ("PEA")

Les actions de la Société 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 réinvestis 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 du PEA ne sont en principe imputables que sur des plus-values réalisées dans le cadre du 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 le 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.

Personnes morales résidentes de France soumises à l'impôt sur les Sociétés

Régime de droit commun

Les plus-values réalisées ou les moins-values subies lors de la cession dans le cadre de l'Offre ou du Retrait Obligatoire des actions de la Société, égales à la différence entre le prix offert et le prix de revient fiscal des actions de la Société apportées à l'Offre ou au Retrait Obligatoire, sont, en principe, incluses dans le résultat de l'actionnaire soumis à l'impôt sur les Sociétés au taux de droit commun, c'est à dire au taux actuel de 33,1/3 % (article 219 du CGI) (ou, le cas échéant, au taux de 15% dans la limite de 38 120 euros de bénéfice imposable par période de douze mois pour les entreprises qui remplissent les conditions prévues à l'article 219, I-b 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).

La contribution sociale de 3,3% n'est pas déductible de la base de l'impôt sur les Sociétés.

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 qui ont été détenus depuis au moins deux ans, sont actuellement soumises à l'impôt sur les Sociétés au taux de 0%, moyennant la réintégration dans le résultat imposable au taux de droit commun de l'impôt sur les Sociétés de l'actionnaire, d'une quote-part de frais et charges égale à 5% du montant net des plus-values de cession de titres.

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 inscrits 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, les titres ouvrant droit au régime des Sociétés mères et filiales prévu aux articles 145 et 216 du CGI à l'exception des titres de Sociétés à prépondérance immobilière, et, pour les exercices ouverts à compter du 1er janvier 2011, les titres de Sociétés établies dans un Etat ou un territoire non-coopératif au sens de l'article 238-0 A du CGI.

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.

Actionnaires personnes physiques ou morales non-résidentes fiscales de France

Les personnes n'ayant pas leur résidence fiscale en France devront se conformer à la législation en vigueur dans leur Etat de résidence sous réserve, le cas échéant, de l'application des dispositions d'une éventuelle convention fiscale signée par la France et leur Etat de résidence.

Ces personnes devront s'assurer de la fiscalité qui leur est effectivement applicable auprès de leur conseil fiscal habituel.

Sous réserve de l'application éventuelle d'une telle convention, les plus-values de cession réalisées dans le cadre de l'Offre ou du Retrait Obligatoire par les actionnaires personnes physiques ou personnes morales non domiciliés en France au sens de l'article 4 B du CGI ou dont le siège social est situé hors de France, sont en principe exonérées d'impôt en France, à moins, s'agissant des actionnaires personnes morales, que ces plus-values ne soient rattachables à un établissement stable ou à une base fixe soumis à l'impôt en France.

Par exception, et également sous réserve de l'application d'une éventuelle convention internationale, les plus-values de cession sont soumises au régime de droit commun des plus-values sur valeurs mobilières et droits sociaux lorsque l'actionnaire personne physique a détenu, directement ou indirectement, seul ou avec son conjoint, ses ascendants ou descendants, une participation représentant plus de 25% des droits dans les bénéfices sociaux de la Société à un moment quelconque au cours des cinq années précédant la cession (article 244 bis B et C du CGI).

Dans ce cas, les plus-values réalisées à l'occasion de la cession d'actions de la Société comprises dans une participation excédant ou ayant excédé le seuil de 25% au cours de la période susvisée, sont soumises à l'impôt en France au taux proportionnel actuellement fixé à 19%, sous réserve de l'application éventuelle des dispositions des conventions fiscales internationales applicables.

Enfin, quel que soit le pourcentage de droits détenus dans les bénéfices de la Société, les plus-values de cession réalisées à compter du 1er mars 2010 sont imposées au taux forfaitaire de 50% lorsque le cédant est une personne morale ou un organisme domicilié, établi ou constitué hors de France dans un Etat ou territoire non coopératif au sens de l'article 238-0 A du CGI.

Autres actionnaires

Les actionnaires de la Société participant à l'Offre ou au Retrait Obligatoire soumis à un régime d'imposition autre que ceux visés ci-dessus, notamment les contribuables dont les opérations portant sur des valeurs mobilières dépassent la simple gestion de portefeuille ou qui ont inscrit leurs titres à l'actif de leur bilan commercial, devront s'informer du régime fiscal s'appliquant à leur cas particulier.

Droits d'enregistrement

En principe, aucun droit d'enregistrement n'est exigible en France au titre de la cession des actions d'une Société dont les titres sont négociés sur un marché réglementé d'instruments financiers ou sur un système multilatéral de négociation, à moins que la cession ne soit constatée par un acte passé en France. Dans ce cas, l'acte de cession doit être enregistré dans le délai d'un mois à compter de sa date et cet enregistrement donne lieu au paiement d'un droit de 3% plafonné à 5.000 euros par mutation.

1.8. MODALITES DE FINANCEMENT DE L'OFFRE ET FRAIS LIES A L'OPERATION

L'acquisition de la totalité des actions Intercall susceptibles d'être présentées à l'Offre représenteraient, sur la base d'un prix d'Offre de 4,80 euros, un montant total maximum d'environ 325.018 euros hors frais divers et commissions.

Le rachat de ces actions sera financé dans son intégralité par autofinancement sur les fonds propres de l'Initiateur.

Le montant global des frais, coûts et dépenses externes supportés par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre, y compris les honoraires et frais de conseils financiers, juridiques et comptables ainsi que les frais de publicité est estimé à environ 98.000 euros.

2. ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX OFFERT

Les éléments d'appréciation du prix proposé de 4,80 euros par action Intercall (le « Prix de l'Offre ») ont été réalisés le 30 mai 2011. Ces éléments constituent une mise à jour du précédent rapport établi dans le cadre de la détermination de la parité retenue au titre de la fusion absorption de Corporate Telecom par Intercall (la « Fusion ») qui avait préparé par Oddo Corporate Finance en date du 14 mars 2011.

Les éléments d'appréciation du Prix de l'Offre reposent sur des informations fournies par Intercall. Ces informations ont été considérées comme exactes et n'ont fait l'objet d'aucun audit de la part de Oddo Corporate Finance.

2.1. METHODOLOGIE

Les éléments d'appréciation du Prix de l'Offre ont été effectués 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.

2.2. CRITERES RETENUS

Les critères suivants ont été retenus dans le cadre de l'analyse du Prix de l'Offre :

(a) *Référence aux transactions récentes sur le capital de la Société.*

Le 30 mai 2011, l'assemblée générale extraordinaire de Intercall a approuvé la Fusion. La valeur par action retenue pour Intercall dans le cadre de la détermination du rapport d'échange était fixée à 4,79€, synergies fiscales incluses. La valeur par action Intercall retenue dans le cadre de la Fusion constitue un indicateur de référence incontournable à l'appréciation du Prix de l'Offre.

(b) Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponibles :

Cette méthode consiste à déterminer la valeur de l'actif économique d'une société par actualisation des flux de trésorerie disponibles prévisionnels générés par cet actif et à lui enlever la valeur de marché de son endettement net. Cette méthode est appropriée à la situation particulière d'Intercall (pertes opérationnelles) dans la mesure où elle permet de déterminer une valeur économique sur le long terme (plan d'affaires et valeur terminale) et donc de prendre en compte l'amélioration espérée des performances opérationnelles de la Société.

La mise en œuvre de cette méthode est développée ci après.

2.3. CRITERES ECARTES

Les critères suivants ont été écartés dans le cadre de l'analyse du prix proposé :

(a) Référence au cours de bourse :

Depuis la reprise des cotations du titre Intercall suite à l'enregistrement du document de Fusion par l'Autorité des marchés financiers le 29 avril 2011, l'action Intercall n'a été cotée que sur une période très courte période avec des échanges très faibles.

En conséquence, la référence au cours de bourse n'a pas été retenue pour apprécier le Prix de l'Offre.

(b) Méthodes des comparables boursiers :

Cette méthode consiste à appliquer les multiples de valorisation d'un échantillon composé de sociétés cotées comparables aux agrégats (CA, EBITDA, EBIT et résultat net) de la société à valoriser. La situation particulière d'Intercall (résultats opérationnels historiques et prospectifs extériorisant des pertes) ne permet pas d'appliquer ces multiples. Par ailleurs, la particularité de l'activité d'Intercall (services de télécommunication prépayés à destination majoritairement d'une population dite «ethnique») ne permet pas de déterminer un échantillon de sociétés comparables réellement pertinent.

(c) Méthode des transactions comparables :

Cette méthode, qui vise à retenir les multiples extériorisés à l'occasion de transactions récentes ayant eu lieu sur des structures exerçant des activités semblables à celles d'Intercall, n'a pas été retenue. En effet, le manque d'information sur la seule transaction comparable identifiée (rachat de Kertel par Proximanía en février 2007) et l'antériorité de la transaction n'ont pas permis de retenir cette méthode de valorisation.

(d) Méthodes des dividendes :

Cette méthode, consistant à actualiser les flux de résultat distribuable, a été écartée car la politique de distribution est par nature difficilement appréhendable dans le cas de la Société. En outre, à la connaissance d'Oddo Corporate Finance, Intercall ne s'est pas engagé, et n'a pas donné d'indication, sur le versement de dividendes futurs.

(e) Référence au suivi de la société par des analystes de recherche :

Intercall ne faisant pas l'objet de suivi par les analystes de recherche, cette référence de valorisation a été écartée.

(f) Référence à l'Actif Net Réévalué / Actif Net Comptable :

Même si ce critère ne permet pas d'appréhender la rentabilité de l'exploitation de la Société, il convient de noter que l'actif net comptable (ANC) de Intercall ressort à 1.42 euros par action au 31 décembre 2010 tel que déterminé sur la base des comptes sociaux pro forma de Intercall et Corporate Telecom.

La méthode de l'actif net réévalué (ANR) consiste à corriger l'ANC des plus ou moins values latentes identifiées à l'actif, au passif ou hors-bilan. L'ANR consiste donc à évaluer séparément les actifs et passifs (hors capitaux propres) en tenant compte de l'ensemble des éléments non reflétés par le bilan. Cette méthode, souvent utilisée pour évaluer les sociétés de certains secteurs (holdings, 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 de Intercall.

2.4. HYPOTHESES RETENUES ET SOURCES DES INFORMATIONS UTILISEES

Les travaux de Oddo Corporate Finance sont notamment fondés sur :

- Les comptes sociaux au 31 décembre 2010 d'Intercall et de Corporate Telecom ;
- La situation des comptes au 30 avril 2011 d'Intercall et de Corporate Telecom, comprenant les données réalisées et les données budgétées au 30 avril 2011;
- Un plan d'affaires détaillé pour Intercall et de Corporate Telecom, établi et communiqué par la Société dans le cadre de la fusion, comprenant les données opérationnelles pour les années 2011e à 2013^e, revues par Oddo Corporate Finance afin de refléter l'évolution de la situation réelle au 30 avril 2011 par rapport aux prévisions initiales.

Ces éléments ont fait l'objet d'échanges et de discussions avec le Management de la Société.

Par ailleurs, les éléments de valorisation présentés dans ce rapport sont basés sur les hypothèses suivantes :

(a) Dette financière nette d'Intercall au 30 avril 2011 :

La dette nette d'Intercall, issue d'une situation comptable au 30 avril 2011, a été calculée de la manière suivante :

- (+) Dettes financières au 30 avril 2011
- (-) Position de trésorerie au 30 avril 2011

Le calcul de la dette nette au 30 avril 2011 ressort alors comme suit :

Dettes nettes au 30/04/2011	K€
(+) Dettes financières au 30/04/2011 (a)	0
(-) Trésorerie au 30/04/2011 (b)	928
(-) VMP	201
(-) Disponibilités	727
Total (a - b)	-928

(b) *Dettes financières nettes de Corporate Telecom au 30/04/2011 :*

La dette nette de Corporate Telecom, issue d'une situation comptable au 30 avril 2011, a été calculée de la manière suivante :

(+) Dettes financières au 30 avril 2011

(-) Position de trésorerie au 30 avril 2011

Le calcul de la dette nette au 30 avril 2011 ressort alors comme suit :

Dettes nettes au 30/04/2011	K€
(+) Emprunts	0
(-) Disponibilités	215
Total	-215

(c) *Nombre d'actions*

Le nombre d'actions retenu dans le cadre de la valorisation est de 1 827 060 actions, correspondant au capital et aux droits de vote existants de la société Intercall à ce jour. La société n'a pas émis d'instruments financiers donnant accès à son capital et n'a plus d'actions en auto détention.

2.5. APPRECIATION DE L'OFFRE AU REGARD DE LA METHODE DE L'ACTUALISATION DES FLUX DE TRESORERIE FUTURS

Cette méthode consiste à valoriser Intercall et Corporate Telecom sur une base *stand alone* et à y rajouter les synergies issues de la Fusion.

Cette méthode est particulièrement adaptée à la valorisation de la société dans la mesure où elle prend en compte les prévisions de croissance et de marge opérationnelle de chacune des sociétés fusionnées issues des particularités de leurs business-models respectifs. Cette approche a été menée sur la base des plans d'affaires 2011e-2013e d'Intercall et de Corporate Telecom communiqués par la Société, mis à jour des données au 30 avril 2011.

(a) Intercall

(i) Hypothèses sous-jacentes au plan d'affaires d'Intercall sur l'horizon 2011e-2013e.

Croissance

L'exercice 2011e est caractérisé par une hausse d'activité en raison du déploiement des cartes cabines. En revanche l'exercice 2012e et l'exercice 2013e sont caractérisés par une stabilité de l'activité, aucun développement supplémentaire n'étant attendu sur un marché de la carte cabine.

Marges

L'objectif de retour à la rentabilité pour l'exercice 2011e sera difficile à réaliser, la situation au 30 avril 2011 montrant une marge sur coûts directs plus faible que prévue. La baisse de la rentabilité d'Intercall provient de la réaction de la concurrence sur la carte à puces se traduisant par une hausse significative des remises distributeurs, et d'une baisse de l'activité cartes filaires liée à la constante progression et prise de parts de marché des MVNO ethniques.

A partir de 2012e la société voit ses marges se redresser progressivement. Ce retour à la rentabilité prévu est notamment dû à l'amélioration des conditions d'achats, à la révision à la hausse de tarifs, à la vente de minutes vers des services payants.

Investissements

Intercall ne compte pas réaliser d'investissements majeurs sur la période 2011e-2013e, la carte cabine étant une technologie déjà mature et aucun investissement n'étant envisagé sur les autres secteurs.

Impôts

L'impôt sur les sociétés correspond à 33,33% du résultat avant impôt. Toutefois, en raison de déficits en 2011e et 2012e, aucun impôt sur les sociétés n'a été pris en compte sur cette période.

Besoin en Fonds de Roulement (BFR)

Le niveau des stocks et le délai de paiement des fournisseurs augmentent légèrement en jours de chiffre d'affaires pour tenir compte d'une situation financière et opérationnelle plus saine.

Une créance client de 600 K€ qui était due pour 2010 a été étalée dans le temps et une baisse de l'encours clients est prévue pour 2013^e, ce qui entraîne une baisse mécanique du BFR en 2013^e.

(ii) *Hypothèses sous-jacentes au plan d'affaires d'Intercall pour le flux terminal*

Croissance

La croissance sur un horizon infini a été estimée à 0% pour tenir compte de la stabilisation du marché carte cabine et du caractère déclinant des marchés sur lesquels opère Intercall.

Marges

Oddo Corporate Finance a pris l'hypothèse de marges opérationnelles identiques à celles de l'horizon de transition, soit 1,3%.

Investissements

Les investissements du flux terminal ont été considérés selon un niveau normatif et ont été considérés égaux aux dotations aux amortissements, c'est-à-dire 0,5% du chiffre d'affaires.

Impôts

Le flux terminal prend en compte un impôt sur les sociétés correspondant à 33,33% du résultat avant impôt. Afin de valoriser les déficits fiscaux reportables, ces derniers ont été traités à part.

Besoin en Fonds de Roulement (BFR)

Pour le flux terminal, le niveau de BFR est stable en terme de jours de chiffres d'affaires et donc proportionnel à l'évolution de l'activité. Le chiffre d'affaires étant stable en flux normatif, le BFR normatif est le même que le BFR 2013^e, dernier flux du plan d'affaires.

(iii) *Hypothèses de calcul du CMPC*

La société Intercall n'étant pas endettée, le coût moyen pondéré du capital correspond à son coût des fonds propres. Le coût des fonds propres a été déterminé selon le modèle du MEDAF : *taux sans risque* + β x *prime de marché*.

Calcul du CMPC	
Taux sans risque (OAT 10 ans)	3.4%
Bêta	1.35
Prime de marché (Oddo Securities)	6.0%
Coût du capital	11.5%
Prime spécifique Intercall	2.5%
CMPC Intercall	14.0%

Le coût du capital a été déterminé selon les hypothèses suivantes :

- Le taux sans risque est de 3,35% soit la moyenne 6 mois du taux de rendement des OAT 10 ans au 30 avril 2011 ;
- Le Bêta retenu est de 1,35 et correspond à la moyenne pondérée des bêtas des comparables (Budget Telecom, Keyyo, Acropolis Telecom, Kertel, Intercall) ;
- La prime de marché retenue est de 6% et correspond à la prime de marché utilisé par le bureau d'études Oddo Securities au 30 avril 2011 ;
- Une prime spécifique de 2,5% pour Intercall été prise en compte afin de refléter le risque encouru par l'actionnaire lié à la taille de la société.

Le calcul de l'actualisation des flux a été réalisé au 30 avril 2011 avec un coût du capital de 14,0% pour Intercall.

(iv) Calcul de la valeur terminale

La valeur terminale d'Intercall (actualisation du flux terminal à l'infini) est de 0,3 M€.

La valeur d'entreprise d'Intercall s'établit alors à 0,8 M€. Intercall est en situation de trésorerie nette au 30 avril 2011 à hauteur de 0,9 M€.

La valeur des capitaux propres s'établit donc à 1,7 M€ pour Intercall.

(b) Corporate Telecom

(i) Hypothèses sous-jacentes au plan d'affaires de Corporate Telecom sur l'horizon 2011e-2013e.

Croissance

La situation au 30 avril 2011 entraîne un réajustement de l'exercice 2011e qui devrait se caractériser par une plus faible croissance. En effet le lancement de nouveaux canaux de commercialisation des offres (callcenter au Maroc et Algérie) a été retardé par les événements intervenus au Maghreb. Le retour à une croissance plus significative aura lieu lors de l'exercice 2012e et de l'exercice 2013e avec un développement de l'activité en rapport avec le secteur des abonnements postpayé et avec une hypothèse de maintien du revenu moyen par usager (ARPU).

Marges

A l'inverse, la situation au 30 avril 2011 montre des marges meilleures que prévues, la baisse du poste autres achats et charges externes de CORPORATE TELECOM s'expliquant par le moindre recrutement sur l'activité présélection qui est en léger retard par rapport aux objectifs.

Investissements

Corporate Telecom ne compte pas réaliser d'investissements majeurs sur la période 2011^e-2013^e. Le niveau d'investissements se réduit donc sur l'horizon du plan d'affaires.

Impôts

L'impôt sur les sociétés correspond à 33,33% du résultat avant impôt.

Besoin en Fonds de Roulement (BFR)

Hormis une baisse ponctuelle de l'encours clients prévue pour 2011^e, les différentes constituantes du BFR (clients et fournisseurs) ne connaissent pas de modification majeure et progressent légèrement en termes de jours de chiffre d'affaires.

(ii) *Hypothèses sous-jacentes au plan d'affaires de Corporate Telecom pour le flux terminal*

Croissance

La croissance sur un horizon infini a été estimée à 1% pour tenir compte du développement de l'activité.

Marges

Oddo Corporate Finance a pris l'hypothèse de marges opérationnelles identiques à celles de l'horizon de transition, soit 35%.

Investissements

Les investissements du flux terminal ont été considérés selon un niveau normatif d'environ 0,2% du chiffre d'affaires, équivalent au niveau des dotations aux amortissements.

Impôts

Le flux terminal prend en compte un impôt sur les sociétés correspondant à 33,33% du résultat avant impôt.

Besoin en Fonds de Roulement (BFR)

Pour le flux terminal, le niveau de BFR est égal à celui du flux 2013^e en nombre de jours de chiffre d'affaires.

(iii) *Hypothèses de calcul du CMPC*

La société Corporate Telecom n'étant pas endettée, le coût moyen pondéré du capital correspond à son coût des fonds propres. Le coût des fonds propres a été déterminé selon le modèle du MEDAF : $\text{taux sans risque} + \beta \times \text{prime de marché}$.

Calcul du CMPC	
Taux sans risque (OAT 10 ans)	3.4%
Bêta	1.35
Prime de marché (Oddo Securities)	6.0%
Coût du capital	11.5%
Prime spécifique Corporate Telecom	3.5%
CMPC Corporate Telecom	15.0%

Le coût du capital a été déterminé selon les mêmes hypothèses que pour Intercall, mais avec une prime spécifique de 3,5% afin de refléter le risque supplémentaire encouru par l'actionnaire lié à la création récente de la société.

Le calcul de l'actualisation des flux a été réalisé au 30 avril 2011 avec un coût du capital de 15,0% pour Corporate Telecom.

(iv) Calcul de la valeur terminale

La valeur terminale de Corporate Telecom (actualisation du flux terminal à l'infini) est de 2,9 M€.

La valeur d'entreprise de Corporate Telecom s'établit alors à 4,3 M€. Corporate Telecom est en situation de trésorerie nette au 30 avril 2011 à hauteur de 0,2 M€.

La valeur des capitaux propres s'établit donc à 4,5 M€ pour Corporate Telecom.

(c) Valorisation des déficits fiscaux reportables

Les synergies fiscales se matérialisent à travers l'économie d'impôts liée à l'utilisation du stock de déficits reportables d'Intercall. Le stock de déficits fiscaux reportables est de 31.025 K€ au 30 avril 2011.

Pour évaluer ces synergies, ont été agrégés les plans d'affaires des deux sociétés Intercall et Corporate Telecom puis calculés les flux d'économies d'impôts réalisées, pour l'horizon 2011^e-2013^e et pour le flux normatif. Un taux d'actualisation égal à la moyenne des CMPC d'Intercall et de Corporate Telecom, soit 14,5% a été utilisé dans ce cadre.

La valeur actualisée des déficits fiscaux reportables ressort à 2,1 M€.

(d) Valorisation totale d'Intercall

La somme des parties entre Intercall, Corporate Telecom et les synergies fiscales issues de la Fusion conduit à une valeur des capitaux propres d'Intercall de 8,3 M€. La valeur par action est alors de 4,53 € pour Intercall. Sur cette base, la prime extériorisée par le Prix de l'Offre à 4,80 euros ressort à 5,9%.

(e) Étude de sensibilité

Une étude de sensibilité faisant varier le taux d'actualisation de +/- 1% et le taux de croissance normatif de +1% pour Intercall et +/-0.5% pour Corporate Telecom donne une fourchette de valeur des capitaux propres comprise entre 1,6 M€ et 1,8 M€ pour Intercall et 4,3 M€ et 4,7 M€

pour Corporate Telecom. Par ailleurs, une étude de sensibilité faisant varier le taux d'actualisation de +/- 1% donne une valeur comprise entre 2,0 M€ et 2,2 M€ pour les synergies fiscales.

La valeur par action est alors comprise entre 4,37 € et 4,79 € pour Intercall.

Somme des parties - sensibilité	Min	Centrale	Max
Intercall	1,653	1,673	1,838
Corporate Telecom	4,317	4,516	4,737
Synergies	2,012	2,093	2,181
Valeur totale (K€)	7,982	8,282	8,756
Valeur totale par action (€)	4.37	4.53	4.79
Prime extériorisée	9.9%	5.9%	0.2%

2.6. SYNTHÈSE DES ÉLÉMENTS D'APPRECIATION DE L'OFFRE

Le tableau ci-dessous récapitule les résultats obtenus par l'analyse multicritères :

Méthodes retenues	Valorisation par action (€) induite	Prime induite par le Prix de l'OPR-RO
<i>Transactions récentes intervenues sur le capital de la Société</i>		
Fusion-absorption de Corporate Telecom	4.79	0.2%
<i>Actualisation des flux de trésorerie disponibles (DCF)</i>		
Borne basse	4.37	9.9%
Valeur centrale	4.53	5.9%
Borne haute	4.79	0.2%

3. RAPPORT D'EXPERTISE INDEPENDANTE

Le texte du rapport du cabinet Bellot Mullenbach & Associés, lequel a été désigné comme expert indépendant par Intercall le 20 mars 2011 conformément à l'article 261-1 I et II du Règlement général de l'AMF, est reproduit intégralement ci-après.

1. CONTEXTE DE L'OPERATION

Créée en 1994, la société Intercall (Intercall ou la Société) est un opérateur de télécommunications prépayées via cartes filaires ou cartes à puce. Après un placement en redressement judiciaire en 2000, Liberty Surf (groupe Tiscali) a pris le contrôle d'Intercall. En 2005, Tiscali a cédé Liberty Surf à Telecom Italia. Ce dernier s'est retiré du marché français en août 2008 en cédant Liberty Surf (qui opère sous la marque Alice) à Iliad. En application d'une clause de non concurrence, liant Iliad et Proximania, Iliad a été contraint de céder Intercall, à Financière LR (Financière LR ou l'Initiateur), en novembre 2008.

En avril 2009, Financière LR a initié une offre publique d'achat simplifiée, éventuellement suivie d'un retrait de cote, sur les titres Intercall qu'elle ne détenait pas. Cette offre n'a pas permis à Financière LR de détenir plus de 95 % du capital et des droits de vote d'Intercall, seuil requis pour mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire. A l'issue de cette opération, Financière LR détenait 91,61 % du capital d'Intercall.

Après la clôture des opérations de redressement judiciaire intervenue le 7 décembre 2010, Financière LR a étudié la possibilité d'opérer une fusion par voie d'absorption, par Intercall, de la société Corporate Telecom, filiale détenue intégralement par Financière LR et proposant une offre de téléphonie postpayée à une clientèle résidentielle. Cette opération a été approuvée le 31 mai 2011 par l'assemblée générale mixte d'Intercall et l'assemblée générale extraordinaire de Corporate Telecom.

A la suite de cette opération, le rapport d'échange ayant été fixé à 2 040 actions Intercall pour 1 action Corporate Telecom, Financière LR a franchi en hausse le seuil de 95 % du capital et des droits de vote d'Intercall, et détient à présent 1 759 351 actions de la Société, soit 96,29 % de son capital.

Dans ce contexte et en application des articles 236-3 et 237-1 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'AMF), Financière LR a déposé une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire (l'Offre ou l'OPR-RO) visant les 67 709 actions Intercall qu'elle ne possède pas, représentant 3,71 % du capital de la Société, proposant aux actionnaires d'Intercall d'acquérir leurs actions au prix de 4,80 €.

Ainsi, conformément aux articles 261-1 II et suivants du règlement général l'AMF, le cabinet Bellot Mullenbach & Associés (BMA) a été mandaté le 3 mars 2011 par le président du conseil d'administration d'Intercall en qualité d'expert indépendant, pour apprécier le caractère équitable, d'un point de vue financier, du prix proposé aux actionnaires minoritaires, étant précisé que Monsieur Thierry Bellot, associé du cabinet BMA avait été désigné par ordonnance de Monsieur le Président du Tribunal de commerce de Paris 10 janvier 2011 en qualité de commissaire à la fusion dans l'opération de fusion absorption de Corporate Telecom par Intercall.

2. PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT

2.1. Présentation du cabinet Bellot Mullenbach & Associés

Le cabinet Bellot Mullenbach & Associés, ci-après BM&A, est une société d'expertise comptable inscrite au tableau de l'Ordre de Paris Ile-de-France et membre de la Compagnie Régionale des Commissaires aux Comptes de Paris. BM&A compte 75 collaborateurs, dont 15 associés personnes physiques détenant, directement ou indirectement, l'intégralité du capital.

Le cabinet est constitué sous forme de société anonyme au capital d'un million d'euros. Son siège social est situé 11, rue de Laborde à Paris 8^{ème}.

BM&A développe plusieurs activités : audit comptable et financier, évaluation financière et expertise indépendante, consolidation et reporting, prévention et restructuration, transaction services et risques, process et systèmes d'information. Chaque activité, animée par un ou plusieurs associés, dispose d'une équipe dédiée, spécialisée dans son domaine.

Le cabinet jouit d'une expérience reconnue dans les opérations requérant une appréciation indépendante de l'équité entre actionnaires. Il est membre de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI). BM&A est doté d'une charte déontologique, propre aux missions d'expertise indépendante, téléchargeable sur son site Internet www.bma-paris.com, qui présente également le rapport de transparence au titre de l'exercice clos au 30 juin 2010 en application de l'article R. 823-21 du Code de commerce.

2.2. Missions d'expertise indépendante réalisées au cours des 24 derniers mois

Au cours des 24 derniers mois, le cabinet a produit des attestations d'équité dans le cadre des offres publiques suivantes :

Date	Opération	Cible	Initiateur/Bénéficiaire	Banque présentatrice
mai-09	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Intercall	Financière LR	Oddo Corporate Finance
juin-09	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Cofidur	EMS Finance	Crédit du Nord
juin-09	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Huis Clos	BG2P	Banque Palatine
sept-09	Rachat des CCI (1)	CRCAM Aquitaine	CRCAM Aquitaine	Oddo Corporate Finance
sept-09	Rachat des CCI (1)	CRCAM Centre Loire	CRCAM Centre Loire	Oddo Corporate Finance
nov-09	Augmentation de capital avec suppression du DPS	Risc Group	STS Group	HSBC
févr-10	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Compagnie Intern. André Trigano	Etoile Holding 2	BNP Paribas
juin-10	Augmentation de capital et OPA (actions, OCEANE)	Solving Efeso International	Partners in Action	Bryan Garnier
sept-10	Offre Publique d'Achat Simplifiée	LVL Médical Groupe	LVL Médical Groupe	Oddo Corporate Finance
mars-11	Offre publique d'Echange Simplifiée	CI Areva	CEA	Société Générale

(1) Opération non soumise aux dispositions du règlement général de l'AMF

2.3. Déclaration d'indépendance

De manière liminaire, il convient de souligner les points suivants :

- le cabinet BM&A a été mandaté en tant qu'expert indépendant lors de l'opération d'offre publique d'achat simplifiée initiée par Financière LR sur Intercall en avril 2009 ;
- par ailleurs, Thierry Bellot, associé du cabinet BM&A et signataire du présent rapport, a été désigné par ordonnance de Monsieur le Président du Tribunal de commerce de Paris le 10 janvier 2011 en qualité de commissaire à la fusion dans l'opération de fusion par voie d'absorption de Corporate Telecom par Intercall.

S'agissant du premier point, nos travaux relatifs à l'OPAS remontent à plus de 18 mois. Concernant le second point, sur lequel nous avons été interrogés par l'AMF, nous considérons que la mission d'expertise indépendante constitue le prolongement de celle de commissaire à la fusion dans la mesure où nous étions avertis de la possibilité de la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire en cas d'approbation de l'opération de fusion. Nos travaux d'évaluation relatifs à l'opération de fusion ont donc été menés en tenant compte des synergies, notamment fiscales, issues du rapprochement des deux sociétés.

Ainsi, en application de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF, nous estimons que notre cabinet, et les signataires de la présente, ne se trouvent pas, vis-à-vis de la société Intercall, de ses conseils et de ses actionnaires, dans une des situations de conflits d'intérêts décrites dans l'instruction n°2006-08 du 25 juillet 2006.

Nous attestons de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de nous avec les personnes concernées par l'Offre et leurs conseils, susceptible d'affecter notre indépendance et l'objectivité de notre jugement lors de l'exercice de notre mission.

2.4. Rémunération de l'expert indépendant

La rémunération perçue par BM&A au titre de la présente opération s'élève à 20 000 €, hors taxes et débours, étant précisé qu'il convient d'y ajouter les honoraires perçus pour la mission de commissaire à la fusion réalisée au préalable qui s'élevaient à 35 000 €, hors taxes et débours.

2.5. Diligences effectuées par l'expert

La présente mission est placée sous la responsabilité de Pierre Béal et Thierry Bellot, associés signataires, assistés de Roland Clère, directeur de mission spécialisé en évaluation financière. La revue indépendante a été effectuée par Eric Blache, associé.

Nous avons effectué nos diligences conformément aux dispositions des articles 262-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, de son instruction d'application du 25 juillet 2006 et des recommandations de l'AMF du 28 septembre 2006, modifiées le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010.

Notre intervention s'est déroulée du 13 décembre 2010 au 8 juin 2011, en ce compris les diligences effectuées dans le cadre de la mission de commissariat à la fusion.

Au cours de nos travaux, nous nous sommes entretenus avec :

- Monsieur Lionel Rozenberg, Président-directeur général d'Intercall, également Gérant et propriétaire de la Sarl Financière LR, initiatrice de l'offre ;
- Monsieur Abel Branger, Directeur adjoint d'Intercall.

Nous avons également rencontré les représentants d'Oddo Corporate Finance, banque présentatrice :

- Monsieur Laurent Durieux, directeur adjoint ;
- Monsieur Hubert de Blignières, chargé d'affaires.

Enfin, nous nous sommes entretenus avec Maître Muriel Goldberg-Darmon, conseil de Financière LR, avocat au sein du cabinet Salans & Associés.

Nos entretiens des 13 décembre 2010, 8 février 2011 et le 30 mai 2011, complétés par des échanges téléphoniques, ont notamment porté sur les points suivants :

- description de l'activité de la Société, de Corporate Telecom et de leurs marchés ;
- analyse des plans d'affaires 2011-2013 des deux entités, et identification des facteurs pouvant remettre en cause les hypothèses structurantes de ces plans ;
- perspectives d'évolution de l'activité de la Société et de Corporate Telecom.

Nos travaux ont principalement consisté à :

- i) prendre connaissance de l'activité d'Intercall et de Corporate Telecom ;
- ii) analyser le contexte général de l'Offre ;
- iii) analyser la formation du chiffre d'affaires et des marges historiques de la Société et de Corporate Telecom et étudier l'évolution de leur situation financière ;
- iv) analyser les données financières prévisionnelles d'Intercall et de Corporate Telecom ;
- v) mettre en œuvre les méthodes d'évaluation jugées pertinentes au cas d'espèce ;
- vi) apprécier les synergies résultat du rapprochement d'Intercall et de Corporate Telecom ;
- vii) déterminer la valeur par action Intercall par référence à l'ensemble de ces travaux ;
- viii) prendre connaissance des travaux d'évaluation réalisés par Oddo Corporate Finance et en réaliser l'examen critique.

Pour accomplir notre mission, nous avons notamment utilisé les documents et informations qui nous ont été communiqués par la direction d'Intercall et par l'Initiateur, en particulier :

- i) les comptes de la Société publiés au cours des dix derniers exercices ;
- ii) les comptes de Corporate Telecom au titre des 4 derniers exercices ;
- iii) le plan d'affaires 2011–2013 de chacune des deux Sociétés ;
- iv) le rapport d'évaluation établi par Oddo Corporate Finance ;
- v) le projet de note d'information ;
- vi) d'une manière générale, l'ensemble des informations et documents, notamment historiques.

Nous avons par ailleurs utilisé les bases de données financières Thomson Financial et eMat. Afin de compléter nos analyses, nous avons également collecté toute information de source publique dont l'exploitation nous a semblé pertinente. En particulier, nous avons examiné les comptes disponibles relatifs aux sociétés que nous avons étudiées dans le cadre de la recherche d'un échantillon de sociétés comparables.

Nos travaux ne consistaient pas à réaliser un audit ou un examen limité des comptes annuels ou des situations comptables qui nous ont été présentés. S'agissant des prévisions financières, dont nous avons pu discuter avec les dirigeants des sociétés, il nous a été affirmé qu'elles avaient été établies au mieux de leur connaissance, et qu'à la date d'émission de notre rapport, la direction d'Intercall et celle de Corporate Telecom n'ont connaissance d'aucun élément susceptible de les remettre en cause.

Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence. Notre opinion est nécessairement fondée sur les conditions de marché, économiques et autres, telles qu'elles existent et telles qu'elles peuvent être actuellement anticipées, et sur les informations mises à notre disposition.

3.1 Domaines d'activité

La société Intercall est spécialisée dans la conception et la distribution de services de télécommunication prépayés destinés aux particuliers. En 2010, son chiffre d'affaires s'établissait à 9,3 M€ (en hausse de 8 %) et provenait à 72 % de la vente de cartes téléphoniques prépayées (1,5 million d'unités vendues). Ces dernières sont de deux types, avec :

- des cartes jetables et anonymes utilisables depuis tout poste téléphonique fixe, mobile ou d'une cabine grâce à un numéro d'accès et à un code secret ; la vente de ces cartes constitue le cœur de métier historique d'Intercall ;
- des cartes téléphoniques à puce, ou cartes-cabines, utilisables dans les cabines publiques ou publiphones, sans code ni numéro d'accès ; la commercialisation de ces cartes constitue une diversification récente pour Intercall, débutée en juin 2010, et explique l'essentiel de la hausse du chiffre d'affaires intervenue au cours du dernier exercice.

D'autre part, la Société vend des minutes de communication en gros à d'autres opérateurs ou à des téléboutiques (ou « call boxes »), ces activités représentant 26 % du chiffre d'affaires en 2010. Enfin, Intercall développait une activité d'opérateur mobile virtuel (MVNO²) en offrant un service de communication prépayée à partir de téléphones mobiles sous la forme d'une carte SIM, fournie sans téléphone, avec une gamme de recharges. Cette dernière offre de service a été interrompue en 2010.

Les cartes prépayées, à code et à puce, sont vendues pour l'essentiel à des grossistes qui se chargent de leur distribution auprès des détaillants, principalement des buralistes et des points presse. Ce segment représentait 36 % du chiffre d'affaires cartes en 2010 et affichait une progression de 49 % du fait du lancement des cartes-cabines. Les cartes sont également distribuées dans les téléboutiques fréquentées par une clientèle d'origine

² Mobile virtual network operator.

Cette Offre et le présent projet de note d'information conjointe restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

étrangère pour des appels dirigés principalement vers l'Afrique du Nord et subsaharienne et le Moyen-Orient. Ce réseau de distribution qualifié d'« ethnique », selon la nomenclature retenue par la Société, représentait 24 % du chiffre d'affaires cartes en 2010, en recul de 45 %.

3. PRESENTATION DE LA SOCIETE INTERCALL

Intercall est une société anonyme dont le siège social est situé au 24, rue Emile Menier à Paris 16^e. Au 31 décembre 2010, son capital social, qui s'élève à 807 060 €, est composé de 807 060 actions de même catégorie, d'une valeur nominale de 1 €. L'action Intercall est cotée au Compartiment C d'Euronext Paris (Code Isin : FR0000044901). Sa capitalisation boursière atteint 2 421 K€ sur la base d'un cours de 3 € au 10 janvier 2011, date de la dernière cotation précédant la suspension de la cotation avant l'annonce du projet de fusion avec Corporate Telecom.

A l'issue de la fusion avec Corporate Telecom, le capital s'établit à 1 827 060 €, réparti en 1 827 060 actions et la capitalisation boursière de la Société s'élève 8 222 K€ sur la base du dernier cours de clôture de 4,50 € relevé le 1^{er} juin 2011.

3.1 Domaines d'activité

La société Intercall est spécialisée dans la conception et la distribution de services de télécommunication prépayés destinés aux particuliers. En 2010, son chiffre d'affaires s'établissait à 9,3 M€ (en hausse de 8%) et provenait à 72% de la vente de cartes téléphoniques prépayées, (1,5 million d'unités vendues). Ces dernières sont de deux types, avec :

- des cartes jetables et anonymes utilisables depuis tout poste téléphonique fixe, mobile ou d'une cabine grâce à un numéro d'accès et à un code secret. La vente de ces cartes constitue le cœur de métier historique d'Intercall ;
- des cartes téléphoniques à puce, ou cartes-cabines, utilisables dans les cabines publiques ou publiphones (sans code ni numéro d'accès). La commercialisation de ces cartes constitue une diversification récente pour Intercall - elle a débuté en juin 2010 - et explique l'essentiel de la hausse du chiffre d'affaire intervenue au cours du dernier exercice.

D'autre part, la Société vend des minutes de communication en gros à d'autres opérateurs ou à des téléboutiques (ou « call boxes »), ces activités représentant 26 % du chiffre d'affaires en 2010. Enfin, Intercall développait une activité d'opérateur mobile virtuel (MVNO) en offrant un service de communication prépayée à partir de téléphones mobiles sous la forme d'une carte SIM, fournie sans téléphone, avec une gamme de recharges. Cette dernière offre de service a été interrompue en 2010.

Les cartes prépayées (à code et à puce) sont vendues pour l'essentiel à des grossistes qui se chargent de leur distribution auprès des détaillants, essentiellement des buralistes et des points presse. Ce segment représentait 36% du chiffre d'affaires cartes en 2010 et affichait une progression de 49% du fait du lancement des cartes-cabines. Les cartes sont également distribuées dans les téléboutiques fréquentées par une clientèle d'origine étrangère pour des appels dirigés principalement vers l'Afrique du Nord et subsaharienne et le Moyen-Orient. Ce réseau de distribution qualifié d'« ethnique », selon la nomenclature retenue par la Société, représentait 24 % du chiffre d'affaires cartes en 2010, en recul de 45%.

3.2 Rappel de l'historique de la Société

Créée en 1994, la Société a connu un parcours financier heurté. Après plusieurs tours de tables réalisés avec succès auprès d'investisseurs, dont Gemplus et Dassault Développement, la Société s'est introduite au Nouveau marché en mars 1999 au prix de 18,14 € par action (cours non ajusté des opérations sur titre). L'année de son introduction, la Société a réalisé un chiffre d'affaires équivalent à plus de 56 M€ (en hausse de 67 %) et dégagé une perte d'exploitation de 4,4 M€, avec 13,2 millions de cartes vendues.

Le 10 mars 2000, peu de temps après l'annonce de la signature d'un accord avec Bouygues Telecom pour lancer une offre de coffret de téléphonie mobile prépayée (Bouygues Telecom fournissant les terminaux et les cartes SIM), le cours de l'action atteignait son plus haut historique, soit 143,9 € (cours non ajusté), correspondant à une capitalisation de près de 390 M€. Dans le même temps, la Société, déjà présente en Italie et en Espagne, s'implantait en Grèce. A cette époque, le management tablait sur un chiffre d'affaires de 250 M€ à horizon 2002, provenant pour près d'un tiers de la téléphonie mobile. Pour financer son développement, un appel au marché était prévu au second semestre 2000. La conjugaison d'une baisse d'activité au 1^{er} semestre 2000, du retournement des marchés boursiers et de l'interruption par Bouygues Telecom de son partenariat avec Intercall, a rendu impossible toute levée de fonds. Ces événements ont conduit, en novembre 2000, à l'ouverture d'une procédure de redressement judiciaire au bénéfice de la Société et à la recherche d'un repreneur. Ce dernier, Liberty Surf Group, alors filiale de Tiscali Spa, s'est engagé à recapitaliser la Société conformément au jugement rendu par le Tribunal de commerce de Nanterre le 24 avril 2001, arrêtant un plan de redressement par voie de continuation et prévoyant l'apurement du passif sur une durée de 10 ans. Une première augmentation de capital réservée à Liberty Surf Group, intervenue le 5 juin 2001, s'est réalisée à 1,57 € par action (cours non ajusté). Cette première opération a été suivie d'une offre d'achat, en juillet-août 2001, puis, le 3 octobre 2001, d'une réduction de capital par annulation des actions existantes suivie d'une augmentation de capital ouverte à tous les anciens actionnaires, souscrite à 15,8 € à raison d'une action nouvelle pour dix actions anciennes. Cette opération valorisait la société 12,8 M€ après augmentation de capital. Le prix de souscription de 15,80 € se compare donc au cours le plus haut observé le 10 mars 2000 qui, ajusté du rapport d'échange, s'établissait à 1 439 €.

Aux termes du jugement d'avril 2001, les créanciers ont eu le choix entre renoncer à 80 % du montant de leur créance en contrepartie du paiement du solde en 2002 (option 1) et à accepter un remboursement en neufs annuités progressives (option 2) à verser de 2002 à 2010. Depuis son arrêté, ce plan de continuation a fait l'objet de trois modifications :

- En décembre 2005, la Société a obtenu par jugement une première modification des modalités d'apurement pour les créanciers ayant opté pour l'option 2, auxquels il a été proposé un remboursement immédiat du solde de leur créance contre un abandon de 60 %. A cette occasion, 27 créanciers représentant 22 % du solde du passif non encore remboursé ont accepté cette option.
- Par jugement du 3 mars 2009, le Tribunal de Nanterre a ordonné la modification de l'échéancier d'apurement du passif antérieur au redressement judiciaire. Ceci s'est traduit par l'allongement jusqu'en 2011 de l'échéancier d'apurement (option B) ou, si les créanciers en faisaient la demande, par la possibilité d'obtenir un règlement immédiat en contrepartie de l'abandon de 40 % du solde de leurs créances (option A). A cette occasion, 48 % des créanciers, en valeur, ont opté pour l'option A et accepté l'abandon de créance, ce qui s'est traduit par un produit exceptionnel de 2,1 M€ enregistré dans les comptes de la Société en 2009.
- Le 7 décembre 2010, le Tribunal de Nanterre a prononcé la clôture des opérations de redressement, la Société ayant remboursé par anticipation ses derniers passifs.

On notera que dans le cadre du plan de continuation modifié, Intercall a toujours été en mesure d'honorer le paiement de ses dettes, bien qu'elle n'ait dégagé que par deux fois un EBE positif et que le passif du redressement judiciaire atteignait 30 M€ à l'origine. Pour ce faire, Intercall a bénéficié d'une trésorerie de 24 M€ à fin 2001, résultat de deux augmentations de capital, et d'abandons de créances successifs ayant permis d'enregistrer des produits exceptionnels de 15 M€.

Le 26 août 2008, le groupe Telecom Italia a cédé au groupe Iliad, le fournisseur d'accès à Internet Liberty Surf Group opérant sous la marque Alice et actionnaire majoritaire d'Intercall. L'activité de téléphonie prépayée ne s'inscrivant pas dans la stratégie de développement d'Iliad, un processus de vente d'Intercall a été initié dès le mois d'août 2008. Le groupe Iliad s'était déjà retiré du secteur de la téléphonie prépayée en cédant, en février 2007, la société Kertel, concurrent d'Intercall, à la société Proximania. Liée à cette dernière par une clause de non concurrence, Iliad a été assignée en référé le 1^{er} septembre 2009 par Kertel et son actionnaire aux fins de faire cesser toute activité de vente de cartes de téléphone prépayées par Intercall. A la suite du rejet de cette demande, Proximania et Kertel ont interjeté appel et ont obtenu, le 19 novembre 2008, par arrêt de la Cour d'appel de Paris que soit ordonné à Iliad et Intercall de cesser sous huit jours la vente de cartes prépayée sur le territoire français. Dans ces circonstances, le 28 novembre 2008, la société Liberty Surf Group, actionnaire à hauteur de 88,63 % d'Intercall, a cédé à la société Financière LR, les 715 328 actions de la société Intercall qu'elle détenait au prix unitaire de 1,58 €. Faisant suite à ce changement de contrôle, une offre publique d'achat simplifiée a été initiée par Financière LR à un prix supérieur à celui de la transaction majoritaire, soit 2,00 € par action. Cet écart résultait essentiellement de la prise en compte des conséquences du jugement du 3 mars 2009 relatif au passif antérieur au redressement judiciaire (cf. supra). Le 12 juin 2009, à l'issue de cette offre, Financière LR a porté son pourcentage d'intérêt à 91,61 % du capital d'Intercall par acquisition de 24 023 titres.

Le 30 mai 2011, sur décision de l'assemblée générale mixte d'Intercall, Financière LR a fusionné ses deux filiales, Intercall et Corporate Telecom, via l'absorption de cette dernière par Intercall.

3.3 Performances financières de la Société au cours des cinq derniers exercices

La Société s'est désengagée de son développement international en cédant sa filiale italienne en 2000 et sa filiale espagnole en 2001. Elle conserve une participation de 29 % dans Intercall Hellas, société grecque créée en mai 2000, dont elle n'a pu céder les titres, provisionnés à 100 %. A notre connaissance, cette société en sommeil n'a pas de valeur et n'engendre aucun passif pour Intercall.

Au cours des 5 dernières années, les ventes de la société ont reculé de 56 %, passant de 21 M€ en 2006 à 9,3 M€ en 2010. Cette baisse, intervenue dans un contexte d'érosion du marché des cartes prépayées, a connu trois tendances :

- l'exercice 2007 a été caractérisé par la rupture, du partenariat entre Intercall et son principal client grossiste, la société Leader Communication, avec lequel la Société réalisait 62 % de son chiffre d'affaires en 2006. Ce dernier a été acquis, en octobre 2007, par le groupe Proximania qui, avec sa filiale Kertel, était un des principaux concurrents de la Société. La perte de ce débouché s'est traduite par un recul du chiffre d'affaires de 15 % en 2007 et de 19 % en 2008. Le nombre de cartes vendues est ainsi passé de 3,5 millions en 2007 à 2,6 millions en 2008 (- 26 %).

- Entre 2008 et 2010, Intercall s'est largement retirée des réseaux de distribution des cartes ethniques en raison de la pression tarifaire observée sur ce segment. Ses ventes sont ainsi passées de 6,8 M€ en 2008 à 1,5 M€ en 2010 (-80%).
- A partir de juin 2010, le lancement d'une offre de cartes téléphoniques à puce a permis de compenser partiellement la baisse des ventes de cartes classiques à code, distribuées par les tabacs et Points Presse, ainsi que les pertes de parts de marché sur le segment ethnique. Cette diversification explique la progression du chiffre d'affaire de 9% enregistrée en 2010.

Au cours de cette période, la marge brute³ a reculé de 42 %, passant de 2,2 M€ en 2004 à 1,3 M€ en 2010. Rapportée au chiffre d'affaires, le taux de marge brute affiche néanmoins une progression, passant de 10,6 % en 2006 à 13,9 % en 2010, ce qui reflète, notamment, la diminution de la part des ventes de cartes ethniques à plus faible marge. En dépit de cette amélioration relative et des réductions de coûts d'exploitation, l'EBE de la Société est demeuré négatif durant les 5 derniers exercices. Il convient toutefois de relever qu'au cours du second semestre 2010, les comptes affichent une perte d'exploitation de 120 K€, en nette amélioration comparée à ceux du 1^{er} semestre, lesquels faisaient ressortir une perte de 633 K€. Ce redressement résulte de la poursuite d'une politique de contrôle des coûts et surtout des premiers effets du lancement de l'offre de cartes cabines à puce.

On notera que le résultat net de l'exercice 2009 bénéficie d'un abandon de créances de 2,1 M€ et que le résultat net de 2010 affiche une baisse des produits de placement consécutive au remboursement de la dette de redressement judiciaire. Enfin, la société n'a pas payé d'impôt sur les sociétés au cours de 5 derniers exercices, en l'absence de bénéfices et disposant de déficits reportables d'un montant de 31 M€ à fin 2010.

L'ensemble des éléments développés précédemment est synthétisé dans le tableau ci-après, présentant l'évolution du compte de résultat entre 2006 et 2010 :

En k€	2006	2007	2008	2009	2010
Chiffre d'affaires HT	20 980	17 814	14 353	8 584	9 276
Variation	9%	-15%	-19%	-40%	8%
Marge brute	2 229	1 306	1 345	1 078	1 294
En % du CA	10,6%	7,3%	9,4%	12,6%	13,9%
Charges d'exploitation	(3 673)	(3 109)	(2 577)	(2 650)	(1 997)
EBE	(1 444)	(1 803)	(1 232)	(1 572)	(703)
En % du CA	-6,9%	-10,1%	-8,6%	-18,3%	-7,6%
Résultat d'exploitation	(1 575)	(1 839)	(1 422)	(1 595)	(810)
En % du CA	-7,5%	-10,3%	-9,9%	-18,6%	-8,7%
Résultat financier	443	443	385	108	58
Résultat exceptionnel	(274)	(261)	(97)	2 046	284
Impôt sur les sociétés	-	-	-	-	-
Résultat net	(1 406)	(1 657)	(1 134)	559	(468)
En % du CA	-6,7%	-9,3%	-7,9%	6,5%	-5,0%

Comme l'indique le bilan fonctionnel figurant dans le tableau ci-après, l'actif économique de la Société à fin 2010 est constitué pour l'essentiel par de la trésorerie (1,6 M€). En effet, l'encaissement de la vente des cartes aux grossistes intervient avant leur utilisation par les consommateurs ce qui génère un excédent de fonds de

³ Correspondant essentiellement à la marge résiduelle sur chiffre d'affaires après achats des minutes auprès des opérateurs télécom intervenant lors de l'utilisation des cartes par les clients.

roulement structurel (EFR). La hausse de cet excédent en 2010 résulte pour partie de l'amélioration du délai de règlement des fournisseurs conséquence de la sortie du plan de continuation (cf. supra) ; elle découle également de la vente de cartes à puce, dont la majeure partie n'a pas encore été consommée à fin décembre, ces dernières ayant été vendues aux grossistes au cours du second semestre. Il est précisé que le chiffre d'affaires retiré des ventes de cartes à code et à puce est comptabilisé au fur et à mesure de la consommation des unités par le client final qui intervient en moyenne plusieurs mois après qu'elles aient été réglées par le grossiste. Ainsi, le chiffre d'affaires correspondant aux cartes non encore ou partiellement utilisées est différé et porté en produits constatés d'avance. Au terme de la durée de validité des cartes (deux ans), la vente des unités non utilisées est comptabilisée en chiffre d'affaires.

On notera enfin que l'accumulation des pertes intervenues depuis 2006 conduit à des fonds propres négatifs de 1,8 M€ à fin décembre 2010.

En k€	2 006	2 007	2 008	2 009	2 010
Immobilisations incorporelles et corporelles	235	84	67	322	223
Immobilisations financières	131	40	2	9	8
Actif immobilisé	366	124	69	331	231
Trésorerie nette	17 003	10 045	8 707	1 117	1 613
Actif Economique	17 369	10 169	8 776	1 448	1 844
Fonds propres	945	(713)	(1 846)	(1 287)	(1 755)
Provisions pour R&C	131	-	-	-	-
Passif de règlement judiciaire (RJ)	8 893	7 536	5 798	1 804	-
Capitaux permanents	9 969	6 823	3 952	517	(1 755)
Excédent de fonds de roulement	7 400	3 346	4 824	931	3 599
Capitaux engagés	17 369	10 169	8 776	1 448	1 844

Au 31 décembre 2010, la trésorerie nette s'établit à 1,6 M€, contre 17 M€ à fin 2006. Cette évolution résulte du remboursement des dettes du redressement judiciaire, en diminution de 8,9 M€, des pertes dégagées sur la période (2,3 M€) et de la réduction de l'EFR consécutive au recul des ventes. On notera toutefois le retour en 2010 à une génération positive de trésorerie d'exploitation, la capacité d'autofinancement (CAF) étant à nouveau positive au 2^e semestre et l'EFR progressant en raison du lancement des cartes à puce.

En k€	2 006	2 007	2 008	2 009	2 010	Cumul 2007-2010
Abandons de créances	-	-	-	2 075	-	2 075
Autres cash flows	(1 489)	(1 580)	(943)	(1 493)	(361)	(4 377)
CAF	(1 489)	(1 580)	(943)	582	(361)	(2 302)
Investissements corp. et incorp.	(37)	(86)	(26)	(343)	-	(455)
Investissements financiers	-	-	-	(7)	-	(7)
Produits de cession	150	93	38	-	-	131
Variation d'EFR	2 491	(3 988)	1 332	(3 828)	2 668	(3 816)
Cash flow libre	1 115	(5 561)	401	(3 596)	2 307	(6 449)
Apurement du passif de RJ	(1 140)	(1 357)	(1 738)	(3 994)	(1 804)	(8 893)
Autres variations	49	(40)	(1)	(0)	(6)	(48)
Variation de la trésorerie nette	24	(6 958)	(1 338)	(7 590)	497	(15 389)

Depuis 2004, la Société a dégagé des pertes d'exploitation. En conséquence, les capitaux engagés ont produit une rentabilité négative sur toute la période. Cette rentabilité, égale au ROCE⁴ est comprise entre – 6,5 % et – 45,7 %.

En k€	2 006	2 007	2 008	2 009	2 010
Résultat net	(1 132)	(1 396)	(890)	(1 487)	(752)
Actif économique moyen	17 426	13 769	9 473	5 112	1 646
ROCE moyen	-6,5%	-10,1%	-9,4%	-29,1%	-45,7%

En conclusion, l'activité de la société, liée à un secteur déclinant, a été fortement destructrice de valeur, tant depuis son introduction en bourse - qui s'est soldée après deux années de cotation par une procédure de redressement judiciaire - que depuis l'arrêt du plan de continuation. De 2001 à 2010, la poursuite de l'exploitation a été rendue possible grâce à la recapitalisation opérée par Liberty Surf Group en 2001 et aux abandons de créances obtenus dans le cadre de la procédure de redressement judiciaire. Depuis sa création en 1994, la Société qui n'a jamais distribué de dividendes, n'a pas fait la démonstration de la viabilité de son modèle économique.

Toutefois, grâce à sa récente diversification dans le domaine des cartes pour cabines téléphoniques, la Société est parvenue à enrayer pour la première fois depuis 2006 le recul de ses ventes, ce qui lui a permis de rembourser par anticipation le solde de sa dette de redressement judiciaire. Il convient néanmoins de noter que le marché des cartes pour cabines téléphoniques est, comme l'ensemble des cartes prépayées, un secteur en déclin et qu'il sera difficile pour Intercall de compenser la poursuite de l'érosion de ses ventes de cartes à code par la conquête de parts de marché au détriment de France Telecom, fournisseur historique des cartes à puce pour cabines.

Les résultats dégagés en 2009 et en 2010 sont inférieurs aux prévisions du plan d'affaires établi en janvier 2009 dans le cadre de la précédente offre publique d'achat simplifiée (cf. supra). En effet, il était anticipé à l'époque un chiffre d'affaires de 12,4 M€ en 2009 puis un retour en 2010 au niveau d'activité de 2008. L'écart entre le chiffre d'affaires réalisé et ces prévisions provient du recul non anticipé des ventes sur le segment ethnique. L'effet de cette contre-performance sur le résultat a été toutefois quasiment compensé par la diversification entreprise sur le segment des cartes cabines, à plus fortes marges que celui des cartes ethniques, et par des produits de liquidation judiciaire non anticipés⁵. Au final, la trésorerie à fin 2010 est supérieure de 1,9 M€ au niveau attendu, le lancement des cartes à puce ayant eu pour effet d'accroître de plus de 2,5 M€ l'excédent de trésorerie né du décalage entre l'encaissement de la vente des cartes aux grossistes (intervenu en fin d'exercice 2010) et l'achat des minutes que génèrera leur utilisation au cours de l'exercice suivant.

⁴ Pour « Return On Capital Employed » calculé en rapportant le résultat d'exploitation après impôt et hors éléments exceptionnels à l'actif économique.

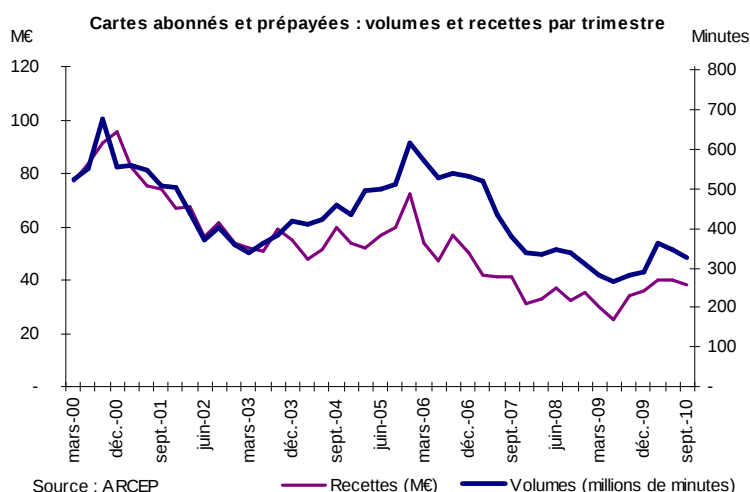
⁵ Une dette antérieure au redressement judiciaire ayant finalement été rejetée.

3.4 Analyse du marché et de la concurrence

Marché des cartes prépayées à code

La téléphonie prépayée constitue un marché de niche, qui s'adresse principalement à une clientèle aux revenus modestes désireuse de passer des appels à l'étranger à moindre coût. Elle touche donc une population qui n'a encore que peu accès à Internet et à la possibilité qu'il offre de communiquer soit sous un protocole de voix sous IP (« Internet provider »), soit via des formules d'abonnement offrant un service d'appel gratuit vers certaines destinations à l'étranger. Compte tenu de l'étendue du service qu'offre Internet, la téléphonie prépayée est donc un substitut inférieur dont la part de marché tend à se réduire. Dans ce contexte, le prix, la simplicité et la fiabilité du service sont les principales exigences des utilisateurs de cartes prépayées. Ceci impose aux opérateurs spécialisés de disposer d'un véritable savoir-faire technique en matière d'achats de minutes et de gestion des appels. Intercall doit ainsi disposer d'une plateforme informatisée capable de gérer i) le service clients, ii) la production qui va de l'édition des codes secrets des cartes à la gestion commerciale et au marketing, et iii) l'exploitation qui doit assurer l'interconnexion avec tous les services des opérateurs télécoms et sélectionner instantanément le meilleur réseau au moindre coût.

Selon les données communiquées par l'Autorité de Régulation des Communications Electroniques et des Postes (ARCEP, ex - ART), au 3^e trimestre 2010, les communications à partir des accès IP⁶ représentent 44 % du volume total des minutes au départ des postes fixes, contre 11 % à fin 2005, ce qui illustre la percée d'Internet dans le domaine des communications téléphoniques aux dépens des abonnements classiques. Dans le même temps, le nombre d'abonnements à Internet a augmenté de 61 %. Dans ce contexte, le marché des cartes prépayées sur lequel opère Intercall est en régression de 7% par an en moyenne au cours des dix dernières années, le recul des volumes étant accentué par celui des prix, comme en témoigne le graphique ci-après :



Source : ARCEP

⁶ Non comprises les communications de PC à PC via Internet.

Bien que les statistiques relatives aux cartes prépayées doivent être interprétées avec prudence, certains acteurs n'étant, semble-t-il, pas soumis à déclaration auprès de l'ARCEP⁷, il n'en reste pas moins que ce secteur est fortement concurrentiel. Son développement est par ailleurs régulièrement perturbé par la diffusion de cartes introduites illégalement sur le territoire national et qui sont écoulées en dessous du prix normal de vente.

Parmi les concurrents de la Société, France Telecom, avec le Ticket téléphone, demeure la référence. Selon les réseaux de distribution, les autres concurrents peuvent être répartis comme suit :

- Sur le réseau tabacs – presse, les principaux concurrents sont Delta et Iridium qui proposent une gamme de produits diversifiés : cartes jetables, cartes résidentielles, porte-monnaie sur Internet. Kertel commercialise par ailleurs une partie de ses cartes dans les bureaux de Poste. Ce marché, attribué par appels d'offres, est demeuré très difficile d'accès jusqu'en 2010 pour Intercall, en raison de son placement sous plan de continuation.
- Sur le marché communautaire ou ethnique, les principaux concurrents sont Iridium, Symacom et Eagle Telecom.
- On notera par ailleurs l'existence d'opérateurs qui, comme Budget Telecom, offrent sur Internet un service de compte prépayé (ou post payé) rechargeable s'adressant, entre autres, à la clientèle étrangère pour ses appels internationaux.
- Enfin, des opérateurs comme Lebara ou Ortel réalisent une percée importante avec la commercialisation de cartes SIM pour téléphones portables, rechargeables et permettant d'appeler à l'étranger à des tarifs très compétitifs, voire gratuitement en Europe entre porteurs de cartes SIM appartenant à leurs réseaux.

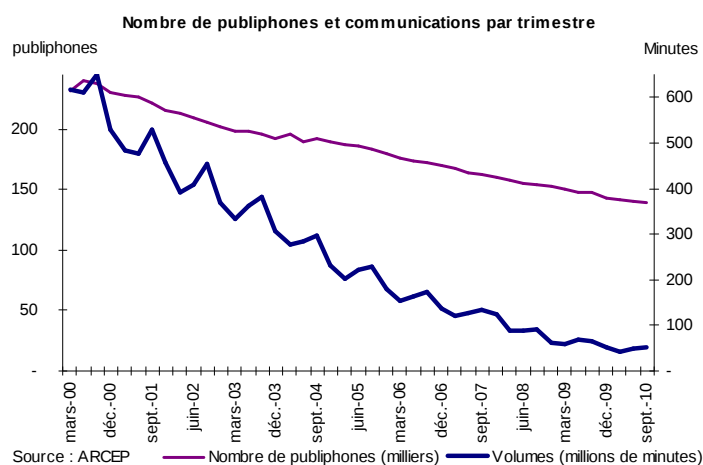
En conclusion, l'offre d'Intercall se destine à une clientèle au pouvoir d'achat faible et peu technophile. Ce secteur hautement concurrentiel est principalement dirigé par les prix. Il subit par ailleurs une concurrence croissante des modes de communication par Internet. Les principaux concurrents d'Intercall disposent de marques établies, ce qui est un atout pour fidéliser la clientèle. On notera qu'à l'inverse, Intercall a dû changer trois fois de marque en dix ans à la suite des changements successifs de son actionnariat.

Marché des cartes à puce pour télécabines

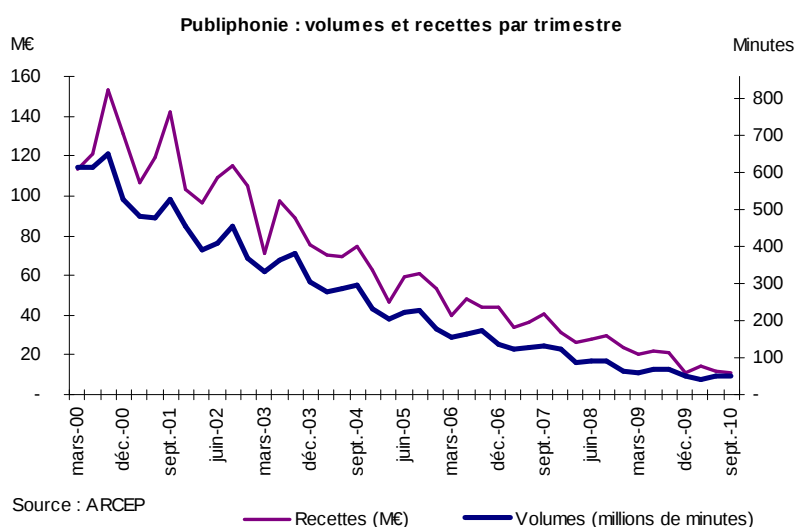
Depuis juin 2010, Intercall a élargi son offre aux cartes prépayées pour cabines téléphoniques (ou publiphones), segment sur lequel elle constitue l'unique concurrent de France Telecom. Tout comme la vente des cartes prépayées à code, cette offre s'adresse à une clientèle peu technophile. Elle subit par ailleurs la concurrence du téléphone portable qui se traduit par l'érosion continue du nombre de cabines publiques et par la baisse de leur utilisation. En 10 ans, le nombre de publiphones a ainsi reculé de 5 % par an environ, passant de plus de 231 000 à moins de 139 000.

⁷ Budget Telecom, Prospectus d'introduction, septembre 2006, page 72.

Comme l'indique le graphique ci-après, la baisse de l'utilisation des communications a largement amplifié celle du nombre de cabines :



En dix ans, les volumes de communication et les recettes tirées par France Telecom ont ainsi reculé de plus de 20 % par an en moyenne, comme en témoigne le graphique ci-après :



En conclusion, le marché de la publiphonie connaît une érosion plus rapide que celui des cartes prépayées à code et il sera difficile pour Intercall d'accroître ses ventes, au-delà de 2011, exercice qui bénéficiera d'une année pleine de commercialisation à la différence de 2010. La part de marché de la Société s'est en effet d'emblée établie à un niveau significatif, de l'ordre de 10 % en termes de recettes au second semestre 2010. Par ailleurs, France Telecom, qui dispose d'une offre de produits plus large auprès des mêmes clients grossistes, est en mesure de répondre à la politique tarifaire attractive mise en place par Intercall.

3.5 Plan d'affaires prévisionnel 2011-2013

Le plan d'affaires établi par le management de la société nous a été remis le 1^{er} février 2010. Il est réalisé avant synergies éventuelles retirées du rapprochement avec Corporate Telecom. Les prévisions conduisent en 2011 à une hausse de 27 % du chiffre d'affaires, résultant essentiellement de l'effet en année pleine de la commercialisation de cartes cabines. Pour les années suivantes, il est attendu une stabilisation des ventes.

Compte tenu de la hausse des ventes attendue en 2011, le point mort opérationnel devrait être atteint au cours de cet exercice, ce qui permettrait de dégager un résultat d'exploitation de plus de 100 K€, représentant près de 1 % du chiffre d'affaires. Par la suite, du fait de la stabilité des ventes et d'une légère progression des charges fixes, le résultat d'exploitation s'éroderait pour atteindre près de 90 K€ à horizon 2013.

Il est à noter qu'il n'est pas prévu de réaliser d'investissements significatifs sur la période, Intercall s'étant dotée d'une nouvelle plateforme technique en 2009.

Les produits constatés d'avance, qui représentaient 253 jours de vente de cartes prépayées en 2010, soit un niveau atypique du fait de la commercialisation en fin d'année des cartes cabines, passeraient à 180 jours en 2011. Ce taux de 180 jours, jugé par le management comme normatif, représente une augmentation de 71 % par rapport à l'exercice 2009, soit le dernier exercice précédant la commercialisation des cartes cabines. Ces dernières ont en effet une durée moyenne de consommation supérieure à celle des cartes à code vendues dans le réseau des tabacs à aux cartes ethniques, ce qui a pour effet d'accroître le poids relatif de l'excédent de fonds de roulement et de la trésorerie.

Bien que les prévisions anticipent une marge d'exploitation positive, ce qui ne s'est pas produit depuis l'exercice 2002, le niveau de résultat attendu au cours de la période 2011-2013 conduit à un retour sur capitaux engagés de moins de 5 %, ce qui est inférieur au coût du capital exigible du fait du risque de l'activité (cf. infra).

En conclusion, le scénario de stabilisation du chiffre d'affaires retenu par le plan d'affaires après 2011 implique que le recul probable des ventes de cartes à code puisse être compensé par des prises de parts de marché sur les cartes à puce ou par de nouvelles diversifications ou de nouveaux débouchés non encore identifiés à ce jour. Mis à part le potentiel de chiffre d'affaires que représente l'éventuelle remise en jeu du contrat de vente de cartes prépayées par le réseau postal, qui n'a jamais échoué à Intercall à ce jour, il n'a été identifié par le management aucune nouvelle opportunité de croissance. En conséquence, l'objectif de chiffre d'affaires prévisionnel à horizon 2013 semble optimiste dans la mesure où les marchés des cartes téléphoniques prépayées à code et à puce reculent respectivement de 5 % et de 20 % par an en valeur (cf. supra).

4. TRAVAUX D'EVALUATION

Conformément au Règlement général en matière d'expertise indépendante et aux recommandations de l'AMF, le prix d'une offre s'apprécie en fonction d'un ensemble de références et de valeurs déterminées par la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères. Notre expertise a notamment été réalisée sur la base du plan d'affaires prévisionnel 2011-2013 établi par la direction de la Société.

4.1 Critères et méthodes écartés

a) Actif net comptable

L'actif net comptable (ANC) est la différence entre le montant des actifs et l'endettement total figurant au bilan de la Société. L'actif d'Intercall est constitué essentiellement par des actifs circulants et de la trésorerie et son passif par des dettes d'exploitation. La différence entre ces montants est négative et ne peut constituer une valeur de marché des fonds propres de la Société autre que dans une optique liquidative. Dans la perspective de la poursuite de l'exploitation, la valeur d'Intercall doit s'appréhender au travers des produits et des charges futurs à attendre de la combinaison des facteurs de production.

A titre d'information, au 31 décembre 2010, l'actif net comptable ressort négatif à -2,17 € par action. Toutefois, cette approche ne constitue pas une référence pertinente, l'évaluation de la société devant être établie, selon nous, dans une optique de continuité.

b) Actif net réévalué (ANR)

Cette méthode consiste à établir la valeur de marché de tous les postes comptables d'actif et de passif du bilan de la Société. Au cas présent, l'application de cette méthode de valorisation consisterait donc, pour l'essentiel, à déterminer la valeur d'un actif incorporel résultant de la combinaison des facteurs de production.

L'approche de l'ANR, dans le cas de l'évaluation d'Intercall, a été écartée dans la mesure où la réévaluation des actifs d'exploitation sera mise en œuvre par l'actualisation des flux futurs de trésorerie.

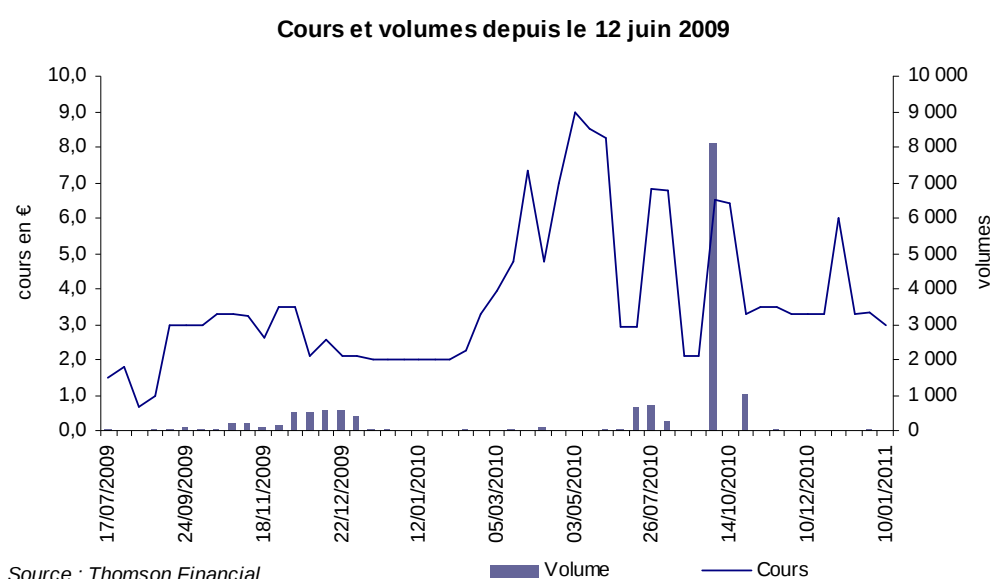
c) Capitalisation des dividendes

Cette méthode d'évaluation consiste à actualiser les dividendes prévisionnels. Toutefois, il n'existe pas, à notre connaissance, d'estimation fiable de l'exigence de rendement des titres cotés pour l'actionnaire minoritaire qui serait établie à partir des dividendes anticipés. D'autre part, la Société n'a jamais distribué de dividende depuis sa création en 1994. Dès lors, le mode d'évaluation le plus usuel pour déterminer la valeur d'une participation minoritaire se fonde moins sur les dividendes que sur la totalité de la capacité distributive de la Société, ce qu'appréhende la méthode des flux futurs de trésorerie. Pour ces raisons, nous avons écarté cette approche de valorisation.

d) Cours de bourse

Entre le 12 juin 2009, date de clôture de la précédente offre publique, et le 10 janvier 2010, dernier cours coté avant suspension, l'action Intercall n'a été cotée qu'au cours de 51 séances, soit moins de 15 % des jours d'ouverture du marché. Les échanges n'ont représenté que 22 % du flottant, lequel est de 67 709 titres, représentant 8,39 % du capital de la Société. Mis à part les transactions intervenues le 13 octobre 2010 qui ont porté sur 8 087 actions, il n'y aurait eu depuis le 12 juin 2009 que 6 765 titres échangés, soit l'équivalent de 10 % du flottant.

Depuis le 12 juin 2009, le cours de l'action a connu une évolution erratique comme l'illustre le graphique suivant :



Le cours d'Intercall a ainsi atteint un plus bas de 0,66 €, le 17 août 2009, avec 19 titres échangés, et un plus haut, de 8,95 €, le 3 mai 2010, avec un seul titre échangé. Les différentes moyennes de cours et les volumes échangés depuis le 12 juin 2009 sont résumés ci-après :

Prix et volume quotidiens	Haut	Bas	Cours moyen pondéré	Volume échangé	% capital échangé (flottant)	Jours de cotation	Prime/(décote) vs offre
Post OPAS 2009	8,95	0,66	5,12	14 852	21,93%	13,35%	(6)%
12 mois	8,95	2,00	5,92	11 245	16,61%	12,02%	(19)%
6 mois	6,83	2,12	5,95	10 972	16,20%	13,74%	(19)%
3 mois	6,50	3,00	6,10	9 267	13,69%	18,18%	(21)%
20 jours de bourse	6,00	3,00	3,52	88	0,13%	18,46%	36%
Spot	3,00	3,00	3,00	10	0,01%		60%

Par rapport aux moyennes qui intègrent la transaction du 13 octobre 2010, le prix offert de 4,80 € fait ressortir des décotes comprises entre 6 % (moyenne depuis le 12 juin 2009) et 21 % (moyenne 3 mois). Pour mémoire, hors la transaction du 13 octobre 2010, le prix de 4,80 € ferait ressortir au contraire des primes comprises entre 8 % (moyenne 1 an) et 44 % (moyenne 3 mois).

Entre la reprise de cotation, intervenue le 4 mai 2011, et le 1^{er} juin 2011, les échanges ont porté sur 8 423 titres au cours des 5 séances au cours desquelles l'action a été traitée, dont 8 086 titres le 17 mai, avec un plus haut à 4,64 € et un plus bas à 3,31 €.

Compte tenu de la faible liquidité du titre, de l'évolution erratique de son cours et de l'absence de suivi boursier de la valeur, nous écartons ce critère qui ne nous semble pas pertinent.

e) Transactions sur le capital et OPA de 2009

La vente d'Intercall à Financière LR est intervenue le 28 novembre 2008, au terme d'un processus de vente compétitif, entamé le 26 août 2008 au prix de 1,58 € par action. L'offre publique qui a suivi en avril 2009 proposait un prix de 2,00 € par action Intercall.

Compte tenu de la modification du modèle économique induit par l'opération de fusion, nous ne présentons ces références de valeur qu'à titre d'information.

4.2 Critères et méthodes retenus

a) Actualisation des flux futurs de trésorerie

Méthodologie

Comme mentionné précédemment, la fusion-absorption de Corporate Telecom par Intercall entraîne le franchissement du seuil de déclenchement de la présente procédure de retrait obligatoire. Dans la mesure où Financière LR attend des synergies de ce rapprochement, le caractère équitable du prix d'indemnisation de 4,80 € doit s'apprécier au regard de la quote-part de création de valeur intégrée dans ce prix. Pour ce faire, il est procédé dans un premier temps à l'évaluation d'Intercall avant fusion, puis à l'évaluation de la création de valeur résultant du rapprochement avec Corporate Telecom. Cette approche est complémentaire de celle retenue dans notre rapport sur la rémunération dans le cadre de la fusion-absorption de Corporate Telecom par Intercall.

La valeur d'Intercall avant synergies

L'évaluation d'Intercall avant synergies se fonde sur le plan d'affaires établi par le management de la Société tel que décrit précédemment. Après échanges avec la direction de la Société, ce plan a été ajusté à la hausse, par nos soins, d'un dégagement de trésorerie de 600 K€, afin de tenir compte de l'encaissement d'une créance client faisant l'objet d'un étalement jusqu'en 2013. Nous nous sommes ainsi assurés du caractère normatif des prévisions de marges et de positions bilancielle à horizon 2013 retraitées de cet élément. Pour cette raison, et à la différence de nos précédents travaux de 2009, il n'a pas été nécessaire de prolonger le plan d'affaires, un calcul de rente à l'infini étant retenu au-delà de l'horizon de prévision du management.

Comme dans nos précédents travaux, nous avons retenu pour le calcul de la valeur résiduelle une hypothèse de croissance nulle, à l'infini, des flux de trésorerie. Au regard des pertes de parts de marché enregistrées par Intercall sur les cartes à code au cours des deux derniers exercices et de la situation aléatoire de challenger que la Société occupe face à France Telecom dans le domaine des cartes à puce téléphoniques, cette hypothèse nous semble être la plus favorable pour les actionnaires minoritaires. Un autre scénario basé sur l'attrition des débouchés actuels de la société à un horizon de 10 à 15 ans aurait pu à l'inverse être recevable, les marchés sur lesquels opère la Société présentant une érosion annuelle comprise entre 5 % et 20 %. Un tel scénario n'a toutefois pas été retenu, la Société ayant démontré depuis la précédente offre publique sa capacité à mettre en œuvre des stratégies opportunistes lui permettant de dégager une trésorerie plus importante que prévue, soit par des produits exceptionnels, soit par la mise en œuvre de diversifications (cf. supra).

Les flux évalués correspondent aux flux de trésorerie d'exploitation prévisionnels nets d'impôt, après investissement et variation de l'EFR. Ils sont actualisés au coût moyen pondéré du capital. La valeur présente des cash flows est égale à la valeur d'entreprise (VE), ou valeur de marché des capitaux engagés. Pour passer de cette dernière à la valeur des fonds propres, il convient d'ajouter les différents actifs non pris en compte dans les prévisions de cash flow (trésorerie nette, actif d'impôt différé) et de retrancher l'engagement hors bilan pour indemnités de fin de carrière. S'agissant d'une société disposant d'un excédent de fonds de roulement et qui plus est de fonds propres négatifs, ce mode de calcul revient à faire l'hypothèse d'une distribution supérieure au résultat net. Cette approche déjà retenue dans nos précédents travaux ne s'entend qu'à condition d'intégrer ces flux dans une entité plus large dont la capacité de distribution serait obérée par des investissements de croissance ou par un besoin de fonds de roulement structurel, ce qui n'est pas le cas de Corporate Telecom (cf. infra). Cette approche induit donc un biais positif de valorisation.

Taux d'actualisation

Le bilan de la Société est structurellement en situation de trésorerie positive, dans l'hypothèse de la continuité de l'activité. En conséquence, le taux d'actualisation est égal au coût du capital à dette nulle.

D'après nos calculs, ce dernier s'établit à 14,67 % contre 14 % dans nos précédents travaux. Ce taux est calculé à partir des paramètres suivants :

- Une prime de risque des marchés actions estimée à 6,86 % (contre 6,05 %) en retenant la moyenne au deuxième semestre 2010 des primes observées dans les notes d'offre visées par l'AMF.
- Un coefficient bêta, hors dette, de 1,35 (contre 1,30), qui correspond à la moyenne pondérée par les coefficients de détermination des bêtas d'Intercall, de Budget Telecom, d'Acropolis Telecom, de Kertel et de Keyyo. Ces bêtas sont plus élevés que ceux des principaux opérateurs. Ils se justifient toutefois, selon nous, dans la mesure où les grands opérateurs disposent d'une plus grande récurrence de leurs revenus du fait de leur base d'abonnés et de la nature diversifiée de leur offre. Par ailleurs, ces derniers n'ont jamais manifesté de marque d'intérêt pour la reprise d'Intercall. Il n'est donc pas justifié de retenir leur coût du capital pour évaluer la Société.
- Un taux sans risque égal à 2,92 % (contre 3,62 %), correspondant au rendement moyen des OAT 10 ans, tel que constaté au second semestre 2010.

- Une prime de risque spécifique de 2,5 %, inchangée, qui reflète l'écart de rentabilité exigé par les investisseurs sur des titres de sociétés de petite taille. Ce taux est issu des primes spécifiques observées dans les notes d'offre visées par l'AMF au second semestre 2010 au titre de sociétés dont la capitalisation boursière est égale en moyenne à 200 M€. La taille de ces sociétés étant sensiblement supérieure à celle d'Intercall, cette prime constitue sans doute un minimum.

Valeur d'entreprise

Compte tenu de ces éléments, la valeur d'entreprise d'Intercall s'établit selon nos calculs à 1 013 K€ dont 400 K€ après actualisation la créance moratorisée mentionnée précédemment, soit 0,50 € par action.

Calcul de la valeur des fonds propres

A la valeur d'entreprise, il convient d'ajouter la trésorerie au 31 décembre 2010, soit 1 613 K€.

D'autre part, au 31 décembre 2010, la Société dispose de déficits reportables pour un montant de 31 M€, évalués à 288 K€ sur un horizon de 30 ans. Au vu des prévisions de bénéfices d'Intercall, seuls 15 % des déficits seraient consommés à cette échéance. Compte tenu de la capacité bénéficiaire limitée d'Intercall, il est ainsi quasiment indifférent d'actualiser des flux bruts d'impôt ou de calculer séparément la valeur des reports fiscaux déficitaires pour l'ajouter à la valeur présente des flux nets d'impôt. En conséquence, sur la base d'un plan d'affaires autonome, l'essentiel des reports déficitaires de la Société serait perdu.

Enfin, il convient de retrancher la valeur des engagements hors bilan au titre des indemnités de fin de carrière, soit 35 K€ après impôt.

Sur la base de ce qui précède, la valeur des fonds propres d'Intercall ressort à 2 879 K€, comme détaillé dans le tableau ci après :

Passage de la VE à la valeur de fonds propres	En K€
Somme des cash flows 2011-2013	752
Valeur de rente (fiscalisée)	261
Valeur d'Entreprise	1 013
Trésorerie nette au 31 décembre 2010	1 613
Valeur des reports fiscaux déficitaires	288
Engagements de retraite nets d'impôt	(35)
Somme des ajustements bilanciaux	1 866
Valeur des fonds propres	2 879
Nombre d'actions	807 060
Valeur des fonds propres en € par action	3,57

Comme indiqué ci-dessus, l'essentiel de la valeur réside donc dans le montant de la trésorerie nette à fin décembre 2010. Sur la base du nombre d'actions existantes, soit 807 060, il ressort une valeur centrale de

l'action Intercall de 3,57 €, avant prise en compte de synergies et sur la base du nombre d'actions existant avant fusion avec Corporate Telecom.

La sensibilité de la valeur par application de cette méthode aux variations du taux d'actualisation et du taux de croissance à l'infini est présentée dans le tableau ci-dessous :

Croissance	Taux d'actualisation		
	13,67%	14,67%	15,67%
-0,50%	3,47	3,44	3,40
0,00%	3,62	3,57	3,52
0,50%	3,78	3,71	3,65
Ecart-type / moyenne : 3,4%			

Il ressort de l'analyse de ces tableaux une sensibilité faible de la valeur aux paramètres d'actualisation, ce qui s'explique aisément en raison de l'inertie induite par le poids de la trésorerie nette dans la valeur des fonds propres.

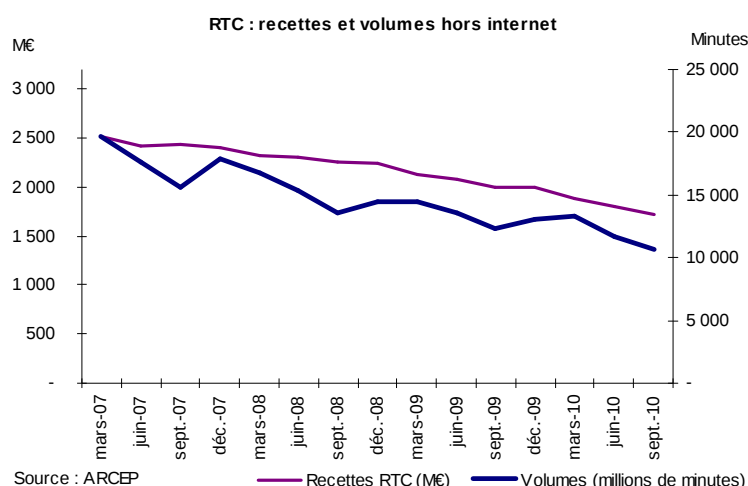
Synergies attendues de la fusion avec Corporate Telecom

- **Présentation de Corporate Telecom**

Créée en avril 2007 par Monsieur Lionel Rozenberg, la société Corporate Telecom est un opérateur télécom alternatif (sans réseau physique) offrant un service de téléphonie sans accès à internet à haut débit à travers des abonnements post payés à une clientèle principalement résidentielle.

Comme Intercall, Corporate Telecom s'adresse à une clientèle peu technophile ou n'ayant pas la possibilité technique ou financière d'accéder au réseau Internet. Son cœur de cible est principalement constitué de particuliers de plus de cinquante ans résidant dans des zones non dégroupées et qui ne peuvent pour cette raison bénéficier des offres « triple play » les plus compétitives (téléphonie, Internet et télévision). Il existe en France près de 35 millions de lignes téléphoniques fixes dont moins de la moitié ne peut supporter qu'un abonnement à un service traditionnel et n'accède qu'au réseau téléphonique commuté (RTC). Compte tenu de la montée en puissance d'Internet, ce segment est en déclin.

Ainsi, depuis 2007 les volumes de communication sur le réseau RTC reculent de près de 13 % par an et les recettes correspondantes (abonnements et revenus liés au trafic) de près de 10 % comme l'indique le graphique ci-après.



Toute l'architecture technique de Corporate Telecom ainsi que les systèmes d'information nécessaires à son offre de service sont hébergés par le groupe Iliad, propriétaire de la marque Free. Par ailleurs, la société recrute sa clientèle au moyen d'opérations de démarchage téléphonique sous-traitées auprès de prestataires externes.

A fin 2010, la société comptait 17 000 abonnés, en hausse de 20 %, et a dégagé un chiffre d'affaires de 2 332 K€ en hausse de 60 %, ce qui reflète la variation du nombre moyen d'abonnés au cours de l'exercice. Grâce à cette progression des revenus, le point mort opérationnel a été atteint pour la première fois au cours du dernier exercice, avec un résultat d'exploitation de 728 K€, soit 31 % du chiffre d'affaires. A fin 2010, tout comme Intercall, la société présente un excédent de fonds de roulement et un actif essentiellement composé de trésorerie. Ces éléments sont résumés ci-après :

En k€	2007	2008	2009	2010
Chiffre d'affaires HT	17	324	1 450	2 332
variation		1752%	348%	61%
Charges d'exploitation	(35)	(551)	(1 792)	(1 593)
EBE	(17)	(227)	(342)	739
En % du CA	(99%)	(70%)	(24%)	32%
Dotation aux amortissements et provisions	(1)	(19)	(118)	(11)
Résultat d'exploitation	(18)	(247)	(460)	728
En % du CA	(103%)	(76%)	(32%)	31%
Résultat financier	-	(1)	(2)	(1)
Impôt sur les sociétés	-	-	-	(1)
Résultat net	(18)	(248)	(462)	726

En k€	2007	2008	2009	2010
Actif immobilisé	55	3	18	21
Trésorerie nette	32	-	-	131
Actif d'exploitation	87	3	18	152
Fonds propres	82	(166)	(628)	98
Dette financière nette	-	39	246	-
EFR	5	130	400	53
Capitaux engagés	87	3	18	152

Compte tenu du taux d'érosion de la base de contrats constaté depuis son lancement (chaque année environ un quart des contrats) et des moyens mis en œuvre pour recruter de nouveaux clients, la société table sur une augmentation de 25 % de ses abonnements entre 2010 et 2013, dernier exercice du plan d'affaires qui nous a été remis. A cet horizon, la société dégagerait un résultat avant impôt de près de 900 K€.

En conclusion, Corporate Telecom, bien que de création récente, s'avère plus rentable qu'Intercall. Elle se positionne sur un marché déclinant mais sur lequel sa taille peut lui permettre d'espérer des prises de parts de marché. Son modèle économique est très dépendant du fournisseur, Iliad, et de sa capacité à recruter de nouveaux abonnés à un coût économiquement acceptable pour compenser un taux d'attrition élevé de sa base de clients.

- **Analyse et évaluation des synergies**

L'absorption de Corporate Telecom par Intercall devrait permettre à cette dernière d'accroître ses volumes d'achats de minutes de l'ordre de 10 % sur la base des prévisions respectives des deux entités. Au vu de la hausse de marge brute anticipée par le plan d'affaires d'Intercall, il nous semble que cet effet de synergie est déjà largement pris en compte bien que ces prévisions soient censées être établies dans une optique autonome, avant fusion. A tout le moins, l'intégration de Corporate Telecom renforce la fiabilité des conditions d'achats de minutes retenues pour Intercall, dont le risque de poursuite de la décroissance des volumes n'est pas négligeable.

En dehors de ces synergies sur achats, il n'est pas identifié clairement, à ce stade, de synergies commerciales. Nous rappelons que les clients d'Intercall sont pour partie des personnes qui ne disposent pas d'une ligne fixe et que ceux de Corporate Telecom sont moins de 20 000 alors qu'il est vendu annuellement 1,5 million de cartes par Intercall.

Quels qu'ils soient, les services prépayés vendus à des clients de Corporate Telecom représenteraient donc des volumes modestes comparés à l'activité actuelle de la Société.

La principale synergie non prise en compte dans les plans d'affaires des deux entités réside donc dans l'utilisation conjointe des reports fiscaux déficitaires d'Intercall. Cette possibilité étant envisagée par le management des deux entités ainsi que par leur actionnaire commun, nous avons en conséquence évalué cette synergie, dans l'hypothèse la plus favorable, à savoir l'absence de contestation par l'administration fiscale.

Pour évaluer la création de valeur qui résulterait de l'utilisation des reports fiscaux déficitaires par l'ensemble fusionné des deux entités, il est retenu, au-delà des prévisions disponibles, une hypothèse de croissance nulle des résultats issus de l'actuelle Intercall (cf. supra). Les prévisions de bénéfice de Corporate Telecom sont supposées croître à un rythme de 1 % par an après 2013. Cette société est en effet encore en phase de constitution de son fonds de commerce et de ce fait dispose d'un potentiel de croissance à moyen terme supérieur à celui d'Intercall, bien qu'elle se positionne comme cette dernière sur un marché fortement déclinant.

Pour déterminer la valeur des reports fiscaux déficitaires, il est retenu un taux d'actualisation de 16,17 %, identique à celui utilisé pour évaluer les titres Corporate Telecom. Ce taux tient compte d'une prime spécifique de 1,5 % par rapport à celui retenu pour Intercall afin de refléter le caractère encore très récent du fonds de commerce de la société et du risque d'exécution du plan d'affaires. Ce dernier est en effet hautement sensible à

la maîtrise des coûts de recrutement et au taux de désabonnement, données pour lesquelles le management dispose de peu de recul et dont la stabilité est loin d'être acquise.

Sur la base de ces hypothèses, le prix de 4,80 € par action correspond, selon nos calculs, à un partage à parts égales entre les actionnaires d'Intercall et ceux de Corporate Telecom de la synergie issue du rapprochement. La valeur des reports fiscaux déficitaires s'établit en effet à près de 2 M€ avant partage, soit 1,23 € par action Intercall après affectation de 50 %. Ce résultat repose sur une hypothèse de consommation jusqu'à extinction des reports fiscaux déficitaires qui, compte tenu des capacités bénéficiaires anticipées pour Intercall et pour Corporate Telecom, interviendrait à un horizon de 27 ans. Ce dernier excède, selon toute vraisemblance, la durée de vie des fonds de commerce actuels de chacune des deux entités.

Dans l'hypothèse de la répartition de la synergie fiscale à parts égales entre chacune des deux entités fusionnées, la sensibilité de la valeur de l'action Intercall aux paramètres d'actualisation est la suivante :

Croissance à l'infini		Taux d'actualisation			Corporate Telecom Intercall
		15,17% 13,67%	16,17% 14,67%	17,17% 15,67%	
Corporate Telecom	Intercall				
0,50%	-0,50%	4,76	4,63	4,52	
1,00%	0,00%	4,93	4,79	4,66	
1,50%	0,50%	5,11	4,95	4,80	

En conclusion, les synergies opérationnelles étant selon notre analyse déjà largement inscrites dans les prévisions d'Intercall, il ressort que le prix de 4,80 € correspond selon nos calculs à un partage à parts égales des synergies fiscales, ce qui nous semble être équitable pour chacune des parties prenantes à la fusion.

Il convient de noter par ailleurs que le rapport d'échange retenu pour l'opération de fusion a pris en compte une valeur par action identique, soit 4,80 € par action Intercall.

Évènements postérieurs à la remise du rapport du commissaire à la fusion

Les informations qui nous ont été fournies par le management d'Intercall depuis la réalisation du rapport sur la rémunération de l'apport des titres Corporate Telecom font ressortir à fin avril 2011 un résultat d'exploitation inférieur au budget. Cet écart n'est pas significatif et ne remet pas en cause les prévisions annuelles ni la valeur centrale de 4,80 € par action.

Par ailleurs, la mise à jour de nos travaux aboutit à retenir une prime de risque de 6,50 % (contre 6,86 %) et un taux de rendement des OAT 10 ans de 2,92 % (contre 3,62 %), soit à un taux d'actualisation de 14,43 % contre 14,67 %. L'application de ce taux conduit à une valeur centrale de 4,82 €, soit une valeur très proche de celle retenue pour rémunérer l'apport des titres Corporate Telecom.

b) Comparables boursiers

Cette approche consiste à déterminer la valeur des fonds propres d'une société en appliquant des multiples d'évaluation observés sur un échantillon de sociétés cotées comparables, ou issus de transactions, à ses

agrégats financiers jugés les plus pertinents en termes d'activité, de profil de croissance, de rentabilité et de structure financière.

A notre connaissance, les plus proches comparables cotés d'Intercall sont les sociétés Budget Telecom, Phonome Telecom, Acropolis Telecom, IC Telecom, Kertel et Keyyo. Hormis Keyyo, ces sociétés n'ont pas été retenues en raison de l'absence de prévisions les concernant ou du caractère peu significatif de leur cours.

Compte tenu des différences de marge et d'intensité capitalistique, les multiples de chiffre d'affaires et d'excédent brut d'exploitation n'ont pas été retenus. Par ailleurs, Intercall et Keyyo étant en situation d'excédent de trésorerie, nous avons exclu également les multiples de résultat net et privilégié les multiples de résultat opérationnel courant, la trésorerie excédentaire étant valorisée à sa valeur faciale, par symétrie avec l'approche retenue par la méthode des DCF. Les multiples sont par ailleurs appliqués aux agrégats d'Intercall pour les exercices 2012 et 2013, l'exercice prévisionnel 2011 n'étant pas normatif selon les prévisions dont nous avons disposées concernant Keyyo.

Sur la base de la moyenne sur un mois des cours de l'action Keyyo, pondérée par les volumes et arrêtée au 3 juin 2011, il ressort une valeur centrale de l'action Intercall de 4,64 €, comprise entre 4,36 € et 4,92 €, après partage à parts égales des synergies fiscales (cf. supra). Ces résultats sont toutefois à relativiser dans la mesure où l'activité de Keyyo n'est pas strictement comparable à celle d'Intercall, que notre échantillon ne comporte qu'une société et que les prévisions dont nous disposons n'émanent que d'un seul bureau d'analyse. En conséquence, cette approche n'est présentée qu'à titre secondaire.

c) Transactions comparables

Afin de compléter nos travaux, nous avons également recherché les transactions réalisées dans le secteur des télécommunications. Les importantes difficultés financières auxquelles est confrontée la société Kertel, concurrent d'Intercall, nous conduisent à exclure de notre échantillon la référence que constitue l'achat de cette société par le groupe Proximan en février 2007. A défaut de pouvoir identifier d'autres transactions portant sur des sociétés françaises, il a été constitué un échantillon de 6 opérations intervenues postérieurement à mars 2009 portant sur cinq sociétés anglaises (Rocom, Eurotel, Boucon Network Solutions, ADK Communications, BNS Telecom Group) et sur une société américaine (iBasis).

La prise en compte de l'affectation à Intercall de 50 % de la seule synergie fiscale au titre de la consommation des reports fiscaux déficitaires de l'ensemble constitué par Intercall et Corporate Telecom conduit à retenir une fourchette de valeurs de 4,68 à 4,79 €.

Dans la mesure où l'ensemble des transactions retenues ont eu pour cible des sociétés anglaises ou américaines, cette méthode n'est présentée qu'à titre secondaire.

5. ANALYSE CRITIQUE DES TRAVAUX DE L'EVALUATEUR

Conformément à l'instruction 2006-08 du 25 juillet 2006, nous avons conduit une analyse du rapport d'évaluation réalisé par le conseil de l'initiateur. Dans le cadre de la présente opération, les travaux d'évaluation ont été établis par Oddo Corporate Finance (ci-après l'« Evalueur » ou la « Banque »). Nos travaux et ceux de l'Evalueur reposent sur les mêmes informations et les mêmes documents remis par la direction de la Société.

Au cours de notre mission, nous nous sommes entretenus avec les professionnels en charge de l'évaluation au sein d'Oddo Corporate Finance. L'analyse du rapport d'évaluation nous conduit à formuler les observations qui suivent.

La méthodologie retenue par l'Evalueur est proche de celle que nous avons mise en œuvre. Tout comme dans nos travaux, les références à l'actif net comptable et au cours de bourse, ainsi que les méthodes de l'ANR et du rendement, ont été écartées. En revanche, la Banque a exclu les méthodes des comparables et des transactions que nous mentionnons à titre de recoupement.

La mise en œuvre de l'approche par les flux futurs de trésorerie conduit l'Evalueur à une valeur centrale de 3,37 € par action⁸ Intercall hors Corporate Telecom, inférieure de 1,42 € à celle retenue dans nos travaux, soit près de 30 %. Les écarts sur la valeur d'Intercall ressortant de nos travaux et de ceux de la Banque sont résumés ci-après :

Valeur d'intercall avec synergies (en K€)	Oddo Corporate	BM&A
Intercall hors synergies	1 673	2 879
Synergies	2 093	1 968
Partage	50%	50%
Quote part de synergie	1 047	984
Valeur d'intercall avec synergies	2 720	3 863
Nombre d'actions avant fusion	807 060	807 060
En € par action	3,37	4,79

Notre principale source de divergence vient de ce que l'Evalueur a ajusté les prévisions de la Société relatives aux exercices 2011 et 2012 sur la base de l'arrêté de comptes non audité établi au 30 avril 2011 par la direction d'Intercall.

En effet, au 30 avril 2011, il ressort un chiffre d'affaires supérieur de 7 % au budget ce qui constitue une performance notable au regard de la vive concurrence rencontrée tant sur le segment des cartes cabines que sur celui des cartes à code. Inversement, la marge brute étant inférieure aux attentes, le résultat d'exploitation ressort en retrait de 48 K€ à -59 K€.

⁸ Sur la base de 807 060 actions avant augmentation de capital suite à la fusion-absorption de Corporate Telecom et y compris synergie partagée à parts égales.

Parallèlement, la diminution des dettes fournisseurs conduit ponctuellement à un délai de règlement apparent de 31 jours contre plus de 50 jours prévu au budget annuel, ce qui induit un écart de trésorerie de près de 750 K€. Sur ces bases, l'Evaluateur a extrapolé l'écart de marge constaté au 30 avril 2011 à l'ensemble de l'exercice et revu à la baisse les marges attendues en 2012. Par ailleurs, il n'a pas prévu une reconstitution totale du délai de paiement des fournisseurs qui annulerait l'écart de trésorerie de 750 K€ constaté à fin avril 2011.

Pour notre part, nous n'avons pas ajusté le plan d'affaires, les écarts de marge au 30 avril 2011 étant encore peu significatifs. Par ailleurs, nous maintenons l'hypothèse d'un délai fournisseur compris entre 50 et 60 jours telle que retenue dans le plan d'affaires de la Société. En effet, en 2010, Intercall bénéficiait d'un délai de paiement de niveau identique et à l'avenir le regroupement avec Corporate Telecom nous semble constituer un élément de nature à améliorer son crédit auprès de ses fournisseurs.

En conclusion, si les réalisations à fin avril sont quelque peu décevantes par rapport au budget de la Société en termes de rentabilité et de trésorerie, il nous semble prématuré de corriger l'ensemble du plan d'affaires dans les proportions retenues par l'Evaluateur, la pression qu'exerce la concurrence sur les marges pouvant encore être compensée par de bons chiffres de ventes.

6. CONCLUSION

Le tableau ci-après synthétise les fourchettes de valeurs de l'action Intercall auxquelles nous parvenons ainsi que les primes et décotes extériorisées par le prix de 4,80 € par action proposé dans le cadre de l'Offre par rapport à ces valeurs.

	Valeur par action			Prime / (Décote)		
	min.	centrale	max.	min.	centrale	max.
Approche intrinsèque						
Actualisation des flux futurs de trésorerie	4,52 €	4,79 €	5,11 €	6,23%	0,28%	(6,04)%
Approches analogiques ⁽¹⁾						
Comparables boursiers (VE/Ebit)	4,36 €	4,64 €	4,92 €	10,06%	3,47%	(2,37)%
Transactions comparables (VE/Ebit)	4,68 €		4,79 €	2,67%		0,21%
Valeurs de marché ⁽²⁾						
Cours moyen pondéré au 10 janvier 2011						
12 mois (pour mémoire)		5,92 €			(18,9)%	
6 mois		5,95 €			(19,3)%	
3 mois		6,10 €			(21,3)%	
20 jours		3,52 €			36,5%	
Spot		3,00 €			60,0%	
Transactions sur le capital de la société ⁽²⁾						
Acquisition d'Intercall par Financière LR le 28 novembre 2008		1,58 €			203,8%	
OPAS d'avril 2009		2,00 €			140,0%	

⁽¹⁾ Retenues à titre secondaire

⁽²⁾ Présentées à titre d'information

Nos travaux résultent de la mise en œuvre d'une approche multicritères qui nous a conduit en premier lieu à exclure les critères issus des transactions portant sur le capital d'Intercall en novembre 2008 et en avril 2009, dans la mesure où la commercialisation de nouveaux produits par d'Intercall et la fusion entre Intercall et Corporate Telecom ont modifié le modèle économique.

Ensuite, nous avons également exclu le critère du cours de bourse d'Intercall. En effet, hormis le fait que la cotation du titre Intercall, dont le flottant est réduit, soit intervenue de manière aléatoire (moins de 15 % des séances entre le 12 juin 2009 et le 10 janvier 2011), le titre a connu des évolutions erratiques, déconnectées de la réalité économique de la Société, dans des volumes très faibles représentant moins de 20 % du flottant sur 12 mois soit 11 245 titres échangés. Par ailleurs, ce volume est principalement réalisé par les transactions de la seule journée du 13 octobre 2010, avec 8 087 actions échangées à 6,50 €. Il convient de noter des transactions d'un volume quasi-identique, 8 086 actions, au cours de la journée du 17 mai 2011, soit après la reprise de la cotation, au prix de 3,60 €.

Nous avons retenu les multiples de comparables boursiers et les multiples de transactions comparables à titre secondaire dans la mesure où :

- nous n'avons identifié qu'une seule société susceptible d'être comparée à Intercall, ce qui relativise la portée de la méthode ;

- nous n'avons identifié que des transactions comparables portant sur le capital de sociétés anglo-saxonnes, alors qu'Intercall n'opère que sur le marché français.

Le prix d'Offre présente des primes comprises entre 0,21 % et 10,06 % par rapport aux résultats issus de la mise en œuvre de ces méthodes. Seule la fourchette haute de la méthode des comparables boursiers extériorise une décote de 2,37 %.

La méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie est retenue à titre principale. Le prix d'Offre présente une prime non significative de 0,28 % par rapport à la valeur centrale issue de cette méthode, étant précisé que le rapport d'échange retenu pour l'opération de fusion réalisée fin mai 2011 est basé sur cette dernière.

Depuis, le dernier arrêté de comptes portant sur les 4 premiers mois de l'exercice 2011 a montré une légère dégradation de la rentabilité par rapport à celle anticipée par les éléments prévisionnels qui nous avaient été communiqués en début d'année. Il convient cependant de noter que, de manière globale, ces éléments prévisionnels nous semblent optimistes dans la mesure où ils envisagent une stabilisation du chiffre d'affaires d'Intercall dans un marché structurellement en déclin, et un retour durable à un résultat d'exploitation positif dès 2011, objectif qui n'a pas été atteint depuis 2002.

Enfin, il convient d'observer que la valeur d'Intercall intègre 1,22 € par action au titre des reports fiscaux déficitaires dont la valorisation est rendue possible grâce à l'opération de fusion récemment réalisée.

Sur la base de ces éléments, notre opinion est que le prix de 4,80 € par action Intercall proposé dans le cadre de la présente Offre est équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société.

Fait à Paris, le 9 juin 2011

Bellot Mullenbach & Associés

Pierre Béal

Thierry Bellot

Associés

4. AVIS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

4.1. COMPOSITION ET DATE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION AYANT RENDU L'AVIS MOTIVE SUR L'OFFRE

Le conseil d'administration d'Intercall s'est réuni le 10 juin 2011 sous la présidence de Lionel Rozenberg, 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.

4.2. EXTRAIT DU PROCES-VERBAL DU CONSEIL D'ADMINISTRATION AYANT RENDU L'AVIS MOTIVE SUR L'OFFRE

[...] « Après en avoir délibéré, le conseil d'administration, à l'unanimité :

- estime que le projet OPR-RO de Financière LR est dans l'intérêt des actionnaires de la société Intercall pour les raisons ci-avant mentionnées ;
- émet un avis favorable sur le projet OPR-RO qu'il estime dans l'intérêt de la société Intercall et ses salariés pour les raisons ci-avant mentionnées et recommande aux actionnaires d'Intercall d'apporter leurs actions à l'Offre s'ils souhaitent bénéficier d'une liquidité immédiate de leurs actions ;
- autorise le Président Directeur Général à l'effet :
 - de finaliser et signer tout document relatif au projet de note d'information conjointe, à la note d'information conjointe et au document intitulé « Autres Informations » relatif aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la société Intercall;
 - de signer toutes attestations requises dans le cadre des opérations visées par l'OPR-RO ;
 - et plus généralement de faire tout ce qui sera nécessaire pour la bonne réalisation de l'OPR-RO décrite ci-dessus, notamment conclure et signer, au nom et pour le compte de la société Intercall toutes opérations et/ou documents nécessaires et afférents à la réalisation de l'OPR-RO. »

4.3. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Chaque administrateur détient une action dite « de fonction », prêtée par Financière LR, en application de l'obligation stipulée par l'article 14 des statuts d'Intercall. De ce fait ces actions ne sont pas visées par l'Offre et le Retrait Obligatoire.

5. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE D'INFORMATION

5.1. POUR FINANCIERE LR

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

Financière LR

Représentée par Lionel Rozenberg

Gérant

5.2. POUR INTERCALL

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

Intercall

Représentée par Lionel Rozenberg

Président directeur général

5.3. POUR LA PRESENTATION DE L'OFFRE

"Conformément à l'article 231-18 du règlement général de l'AMF, Oddo Corporate Finance, établissement présentateur de l'Offre, atteste qu'à sa connaissance, la présentation de l'Offre qu'elle a examinée sur la base des informations communiquées par l'Initiateur, 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