

NOTE EN REPONSE

de la société



A L'OFFRE PUBLIQUE VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE INITIEE PAR



En application de l'article L. 621-8 du code monétaire et financier et de l'article 231-26 de son règlement général, l'Autorité des Marchés Financiers a apposé le visa n°12-050 en date du 31 janvier 2012 sur la présente note d'information en réponse. Cette note d'information en réponse a été établie par la société The Marketinggroup et engage la responsabilité de son signataire. Le visa, conformément aux dispositions de l'article L. 621-8-1-I du code monétaire et financier, a été attribué après que l'AMF a vérifié "si le document est complet et compréhensible, et si les informations qu'il contient sont cohérentes". Il n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

AVERTISSEMENT IMPORTANT

La présente note d'information en réponse comporte le rapport du cabinet Paper Audit & Conseil agissant en qualité d'expert indépendant en application des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

Des exemplaires de la présente note en réponse sont disponibles sans frais auprès de :

THE MARKETINGGROUP
113, rue Victor Hugo
92300 Levallois-Perret

La présente note en réponse est disponible sur le site Internet de l'Autorité des marchés financiers (www.amf-france.org) ainsi que sur le site Internet de THE MARKETINGGROUP (www.themarketinggroup.com)

Conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de THE MARKETINGGROUP seront mises à disposition du public selon les mêmes modalités.

SOMMAIRE

SOMMAIRE	2
I. RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE PUBLIQUE DEPOSEE PAR INTELICIA FRANCE	3
II. CONTEXTE DE L'OFFRE PUBLIQUE DEPOSEE PAR INTELICIA FRANCE	5
III. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE THE MARKETINGROUP	6
IV. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	9
V. ACCORDS POUVANT AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE PUBLIQUE	37
V.1. Complément de prix éventuel	37
V.2. Contrat d'Acquisition et Promesses	38
V.3. Cession préalable de la filiale L'Enchanteur	38
VI. ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'ISSUE DE L'OFFRE PUBLIQUE	40
VI.1. Structure du capital	40
VI.2. Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions	40
VI.3. Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissements de seuils	40
VI.4. Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux	40
VI.5. Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel	40
VI.6. Accords entre actionnaires	40
VI.7. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts	40
VI.8. Pouvoirs du Conseil d'administration en matière d'émission et de rachat d'actions	41
VI.9. Accords conclus par la Société, modifiés ou prenant fin en cas de changement de contrôle de la Société	41
VII. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION	42
VIII. OBSERVATIONS DU COMITE D'ENTREPRISE ET/OU DES MEMBRES DU PERSONNEL	43
IX. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN RÉPONSE	44

I. RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE PUBLIQUE DEPOSEE PAR INTELICIA FRANCE

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 235-2 et suivants du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** »), la société Intelcia France, société par actions simplifiée au capital de 6.010.000 euros dont le siège social est situé à 149 rue Saint Honoré 75001 Paris , immatriculée au registre du commerce et des sociétés sous le numéro 521 352 922 (« **Intelcia France** » ou l'« **Initiateur** »), filiale à 100% de la société Intelcia Group, société anonyme de droit marocain au capital de 2.857.000 dirhams, dont le siège social est situé Casanearshore, Shore XII Plateau 202, Quartier Sidi Maârouf, Casablanca – Maroc (« **Intelcia Group** ») propose de manière irrévocable aux actionnaires de la société The Marketinggroup, société anonyme à Conseil d'administration au capital de 693.819,75 euros, dont le siège social est situé au 113, rue Victor Hugo 92300 Levallois-Perret, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 353 944 093 (« **The Marketinggroup** » ou la « **Société** »), et dont les actions sont admises aux négociations sur le marché NYSE-Alternext, sous le code ISIN FR0000044679, d'acquérir la totalité des actions The Marketinggroup au prix unitaire de 5,04 euros par action dans le cadre de l'offre publique décrite ci-après (l'« **Offre** »).

Un éventuel complément de prix en euros, calculé sur la trésorerie nette de la société The Marketinggroup et de ses deux filiales opérationnelles au 31 décembre 2011 est décrit au paragraphe V.1 ci-dessous.

L'Offre s'inscrit à la suite de l'acquisition de 91,31% des titres de la société The Marketinggroup par Intelcia France.

En effet, Marc Gladysz, et 22 autres actionnaires, d'une part, et Intelcia France d'autre part, ont conclu le 23 décembre 2011 un contrat d'acquisition d'actions aux termes duquel Intelcia France a acquis le 23 décembre 2011, 2 534 005 actions The Marketinggroup (le « **Bloc de Contrôle** ») représentant 91,31% des actions de la société (le « **Contrat d'Acquisition** ») au prix unitaire de 5,04 euros par action. Dans le cadre du Contrat d'Acquisition, les cédants ont octroyé à Intelcia France une garantie spécifique, correspondant à une retenue de 1,23 euro par action, non applicable aux actionnaires minoritaires apportant leurs actions à l'Offre ou dans le cadre du retrait obligatoire. En conséquence, le prix par action perçu par chaque cédant, le 23 décembre 2011 est de 3,81 euros.

Le même jour, Intelcia France a conclu avec tous les titulaires d'actions gratuites de la Société, aux mêmes conditions financières que celles du Contrat d'Acquisition, des contrats de promesses croisées afin d'acquérir lesdites actions, une fois échue leur période d'indisponibilité fiscale (les « **Promesses** »).

A l'issue des opérations décrites ci-dessus, au 23 décembre 2011 l'Initiateur détient le directement :

- 2 534 005 actions The Marketinggroup, représentant autant de droits de vote, soit 91,31% du capital et 90,21% des droits de vote de la société¹ ;
- des promesses de vente et d'achat croisées portant sur 50 000 actions gratuites The Marketinggroup émises dont les périodes de conservation viendront à échéance, respectivement, les 2 avril 2012 (pour 10 000 actions) et 12 décembre 2012 (pour 40 000 actions), représentant 1,80% du capital et 1,78% des droits de vote, soit une détention totale² de l'Initiateur au 23 décembre 2011, de 93.11% du capital et 91.99% des droits de vote de la Société ; et
- des promesses de vente et d'achat croisées portant sur 200 000 actions gratuites The Marketinggroup, attribuées le 6 juillet 2011 dont les périodes d'acquisition et de conservation viendront respectivement à échéance les 6 juillet 2013 et 6 juillet 2015.

¹ Sur la base d'un capital composé de 2 775 279 actions représentant 2 808 875 droits de vote en application du 2^{ème} alinéa de l'article 223-11 du règlement général.

² Par application des règles d'assimilation prévues à l'article L. 233-9 I 4° du code de commerce, Intelcia France est réputée détenir 2 584 005 actions The Marketinggroup, représentant autant de droits de vote, soit 93,11% du capital et 91,99% des droits de vote de The Marketinggroup

Par ailleurs, l'Initiateur bénéficie depuis le 27 décembre 2011 d'engagements d'apports à l'Offre de la part de cinq actionnaires représentant au total 1,98% du capital et 2,19% des droits de vote de la Société à cette date. Ces engagements font l'objet d'une description en section V.2 de la présente note.

Banque Delubac & Cie a, en tant qu'établissement présentateur de l'Offre, déposé le projet d'Offre auprès de l'AMF pour le compte de l'Initiateur le 23 décembre 2011.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13-I du règlement général de l'AMF, Banque Delubac & Cie garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre, y compris concernant le complément de prix éventuel visé au paragraphe V.1 ci-dessous.

L'Offre porte sur la totalité des actions The Marketinggroup non détenues directement ou indirectement par l'Initiateur à la date de dépôt de l'Offre, soit 218 880 actions (hors 22 394 actions auto-détenues), dont 50 000 actions faisant l'objet de promesses de vente et d'achat croisées, représentant 7,89% de son capital et 8,99% des droits de vote de la Société.

La durée de l'Offre sera de 10 jours de négociation.

II. CONTEXTE DE L'OFFRE PUBLIQUE DEPOSEE PAR INTELZIA FRANCE

A l'issue d'un processus de négociation, Intelzia France a signé, le 23 décembre 2011, avec 23 actionnaires de The Marketingroup (ensemble les « **Cédants** ») le Contrat d'Acquisition.

Le transfert du Bloc de Contrôle, réalisé le même jour, a ainsi porté sur 91,31% des actions de The Marketingroup au prix maximum de 5,04 euros par action augmenté d'un éventuel complément de prix calculé sur la trésorerie nette de la société The Marketingroup ainsi que de ses deux filiales au 31 décembre 2011, complément de prix décrit à la section V.1.

INTELZIA FRANCE a, suite à cette opération, franchi, à la hausse le seuil de 50% du capital et des droits de vote de The Marketingroup, conduisant INTELZIA FRANCE à déposer auprès de l'Autorités des Marchés Financiers une offre publique permettant à l'ensemble des actionnaires minoritaires de The Marketingroup de bénéficier d'une liquidité sur leur investissement dans les mêmes conditions que cette transaction.

Le Cessionnaire a payé aux Cédants le prix fixe diminué d'une somme de 3.116.826,15 euros retenue au titre de Garantie Spécifique, soit un montant de 9.654.559,05 euros. En conséquence, le prix perçu par chaque Cédant, à la Date du Contrat, pour chaque Action Cédée est de 3,81 euros.

A l'issue de l'opération décrite ci-dessus, l'Initiateur détient à la date de la présente note en réponse 2.534.005 actions et 2.534.005 droits de vote de The Marketingroup.

Préalablement à l'acquisition du contrôle de The Marketingroup, INTELZIA FRANCE ne détenait pas, directement ou indirectement, d'actions The Marketingroup. Aucune acquisition de titres The Marketingroup n'a été réalisée depuis cette date par INTELZIA FRANCE.

III. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE THE MARKETINGROUP

Le Conseil d'Administration de la société THE MARKETINGROUP s'est réuni le 17 janvier 2012 afin d'examiner les conditions de l'offre publique présentée par INTELZIA FRANCE et rendre un avis motivé sur l'intérêt que représente cette offre conformément aux dispositions de l'article 231-19 du Règlement général de l'AMF.

Etaient présents à la réunion, Monsieur Marc GLADYSZ, Président du Conseil, Monsieur Bernard LE KIEM, Monsieur Didier BRIET et Monsieur Arnaud DASSIER, administrateurs. Le Conseil, réunissant plus de la moitié de ses membres, peut valablement délibérer.

Le Conseil d'administration après en avoir délibéré a émis l'avis suivant à donner au titre de l'offre publique à la suite du rachat d'un bloc majoritaire des titres THE MARKETINGROUP.

Par un contrat d'acquisition signé le 23 décembre 2011 remis au conseil lors de sa réunion du 27 décembre 2011, la société de droit français Intelcia France filiale à 100% de la société de droit marocain Intelcia Group a fait l'acquisition auprès de 23 actionnaires de 2.534.005 actions de la société représentant 91,31% du capital et 90,21% des droits de vote.

A la suite de l'acquisition du bloc de contrôle, les actions de la société étant admises aux négociations sur le marché Alternext de Nyse – Euronext Paris, la société Intelcia France a déposé le 23 décembre 2011 un projet de note d'information pour proposer de manière irrévocable aux actionnaires de la société non compris dans la cession du bloc de contrôle, d'acquies la totalité de leurs actions de la société dans le cadre d'une offre publique d'acquisition.

Le conseil constate, au vu (i) des termes du contrat d'acquisition conclu le 23 décembre 2011 entre la société Intelcia France et les 23 actionnaires de la société, (ii) du projet de note d'information et (iii) du rapport de l'expert indépendant, que :

- le projet vise à créer un partenariat entre les deux entités The Marketingroup et Intelcia qui favorisera d'importantes synergies et permettra au nouvel ensemble de se positionner sur de nouveaux marchés compte tenu de sa nouvelle taille ;
- Intelcia a l'intention de poursuivre les principales orientations stratégiques mises en œuvre par The Marketingroup afin de renforcer sa position de premier plan dans le domaine du télémarketing notamment avec l'apport de clients complémentaires ;
- Intelcia a pour objectif de renforcer la position de The Marketingroup en collaboration avec le management actuel qui restera impliqué dans la continuité et le développement du nouvel ensemble ;
- l'opération s'inscrit dans une logique de poursuite (i) de l'activité et du développement de The Marketingroup et ne devrait donc pas avoir d'incidence particulière sur la politique poursuivie par The Marketingroup en matière d'emploi et (ii) de gestion en matière de relations sociales et de ressources humaines du groupe ;
- la politique de distribution de dividendes de The Marketingroup continuera d'être déterminée par ses organes sociaux en fonction des capacités distributives, de la situation financière et des besoins financiers du groupe ;
- l'Initiateur n'envisage pas à la date de la note de procéder à une fusion d'Intelcia France et de The Marketingroup ;
- la société n'apporte pas à l'Offre ses actions auto-détenues ;

- à l'exception des accords portant sur la cession du bloc de contrôle et des actions gratuites, l'Initiateur n'est partie et n'a connaissance d'aucun accord pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.
- Intelcia a posé comme condition à la réalisation de l'opération de cession de bloc de contrôle la cession préalable de l'agence de conseil en communication L'Enchanteur, filiale détenue à 100% par The Marketinggroup, dont l'activité fortement déficitaire n'apparaissait pas compatible avec le projet industriel du nouvel ensemble axé sur le télémarketing, laquelle cession est intervenue le 22 décembre 2011 pour un prix symbolique validé par expert de 1 euro, à Monsieur Marc Gladysz, sans garantie d'actif/passif ;
- les droits des titulaires d'actions gratuites ont été garanties par des promesses de cession et d'achat de leurs actions à l'expiration des périodes légales d'indisponibilité dans des conditions financières analogues à celles du Contrat d'Acquisition ;
- Intelcia a l'intention, en application des articles 237-14 et suivants du Règlement général de l'AMF, de demander à l'AMF, dès la clôture de l'Offre, la mise en œuvre d'un retrait obligatoire par transfert des actions non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de la Société, dès lors que celles-ci ne représentent pas plus de 5% du capital et des droits de vote, moyennant une indemnité de 5,04 euros par action égale au prix de l'Offre.
- S'agissant des termes financiers de l'Offre, le Conseil constate au vu du rapport de l'expert indépendant que :
 - o le prix offert par la Société Intelcia France dans le cadre de l'Offre ressort à 5,04 euros par action, prix auquel pourra s'ajouter un complément basé sur la trésorerie nette de la société au 31 décembre 2011 dans les mêmes conditions et selon les mêmes modalités que les actions cédées dans le cadre de l'acquisition du bloc de contrôle ;
 - o les actionnaires participant à l'Offre ne seront tenus à aucune garantie ;
 - o le complément de prix sera réparti entre les cédants du bloc de contrôle, les actionnaires participant à l'Offre et les bénéficiaires d'actions gratuites au prorata de leurs titres dans le capital de la Société
 - o la trésorerie nette au 31 décembre 2011 servant au calcul du complément de prix sera déterminée sur la base des Comptes de Référence de la The Marketinggroup et sera égale au montant de la différence entre (i) la trésorerie disponible comptabilisée à l'actif du bilan et (ii) les emprunts bancaires, les emprunts liés aux crédits-baux des centres d'appels retraités pour les besoins des comptes consolidés, l'avance de trésorerie de l'affacturage déduction faite du montant en fonds de garantie affacturage et les provisions passées pour licenciement, le tout ajusté d'un niveau normatif de BFR sur les données comptables mensuelles des 12 derniers mois de la société et des filiales opérationnelles de Marseille et de Lyon ;
 - o le prix de 5,04 euros par action offert dans le cadre de l'Offre fait ressortir une prime de 91,27% par rapport à la moyenne, pondérée par les volumes, des cours sur le mois précédant l'annonce de la signature du contrat d'acquisition (2,64 euros) et de 80,19% par rapport à la moyenne, pondérée par les volumes, des cours sur 6 mois précédant l'annonce de la signature du contrat d'acquisition (2,80 euros) ;
 - o l'expert indépendant a observé dans son rapport que le prix de l'Offre faisait ressortir des primes par rapport aux fourchettes de valeurs issues des méthodes d'actualisation des flux de trésorerie et des comparables boursiers, et que, sur ces bases, le prix de 5,04 euros par action proposé dans le cadre de l'Offre en ce inclus la procédure de Retrait Obligatoire susceptible d'être mise en œuvre, est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires minoritaires de la Société ;

- o le comité de groupe de la Société après avoir été informé conformément aux dispositions des articles L. 2323-21 et suivants du Code du travail et avoir auditionné le Président de l'Initiateur, n'a formulé aucune observation.

En conséquence, prenant en compte la faible liquidité sur le titre, indiquent qu'il leur semble que l'Offre reste une excellente opportunité pour les actionnaires qui souhaiteraient céder leurs titres et sur la base des éléments exposés, les membres du Conseil, statuant à l'unanimité, se déclarent favorables à l'Offre considérant qu'elle est dans l'intérêt de The Marketingroup et de ses salariés, et recommandent aux actionnaires de la société qui souhaitent bénéficier d'une liquidité immédiate d'apporter leurs titres à l'Offre.

IV. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Conformément aux dispositions des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, La Société THE MARKETINGROUP a désigné le cabinet Paper Audit & Conseil en qualité d'expert indépendant afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'offre publique d'achat.

Dans le cadre de la mission qui lui a été ainsi confiée, Paper Audit & Conseil a rendu un rapport en date du 16 janvier 2012.

RAPPORT D'EXPERTISE INDEPENDANTE

établi par la société

PAPER AUDIT & CONSEIL

Paris, le 16 janvier 2012

Dans le cadre de l'opération envisagée d'Offre Publique d'Achat Simplifiée (ci-après dénommée « **l'OPAS** » ou « **l'Offre** ») initiée par la société INTELZIA FRANCE³ (ci-après dénommée « **la société INTELZIA** »), sur les actions de la société THE MARKETINGROUP (ci-après dénommée « **la société TMG** »), nous avons été chargés, suite à notre désignation en qualité d'expert indépendant par le Conseil d'administration de la société TMG en date du 27 décembre 2011, de nous prononcer sur le caractère équitable du prix d'offre proposé de 5,04 euros par action TMG. En effet, le 23 décembre 2011, Monsieur Marc Gladysz, Président directeur général de la société TMG, agissant pour son compte et celui de 22 autres actionnaires, (ci-après dénommés ensemble « **les Cédants** »), et la société INTELZIA ont conclu un contrat d'acquisition d'actions aux termes duquel la société INTELZIA a acquis 2 534 005 actions de la société TMG (ci-après dénommées le « **Bloc de Contrôle** »), représentant 91,31% des actions composant son capital social et 90,21% des droits de vote, au prix unitaire de 5,04 euros par action. Dans le cadre du contrat d'acquisition, les Cédants ont octroyé à la société INTELZIA une garantie spécifique, correspondant à une retenue de 1,23 euro par action, non applicable aux actionnaires minoritaires de sorte que le prix par action perçu par chaque cédant est de 3,81 euros. Le même jour, la société INTELZIA a également conclu avec tous les titulaires d'actions gratuites existantes (50 000) et à émettre (200 000) de la société TMG, aux mêmes conditions financières que celles appliquées au Bloc de Contrôle, des contrats de promesses croisées (ci-après dénommés « **les Promesses** »), afin d'acquérir lesdites actions une fois échue leur période d'indisponibilité fiscale. La présente Offre, qui fait suite à l'acquisition de ce Bloc de Contrôle, porte sur la totalité des actions TMG non détenues directement ou indirectement par la société INTELZIA, soit 218 880 actions, représentant 7,89% du capital et 8,99% des droits de vote de la société TMG, ce nombre d'actions excluant les 22 394 actions auto-détenues au 23 décembre 2011 ainsi que les 200 000 actions gratuites à émettre et incluant les 50 000 actions gratuites existantes. Il est envisagé qu'elle s'accompagne, dans la foulée, d'une procédure de Retrait Obligatoire (ci-après dénommée « **le RO** »), au même prix d'offre que l'OPAS, dès lors que les actionnaires minoritaires de la société TMG ne représenteraient pas plus de 5% du capital ou des droits de vote de la société

³ Filiale à 100% de la société marocaine INTELZIA GROUP, spécialiste de la relation client (outsourcing) et de la communication : call centers, externalisation des fonctions commerciales ou de support, études et sondages, etc.

Note en réponse de The Marketinggroup

TMG à l'issue de l'OPAS, et ce, afin de se voir transférer les actions de la société TMG non apportées à l'OPAS. En conséquence, sur la base de l'article 261-1 II du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF), nous nous prononcerons, en outre, sur le caractère équitable du prix d'offre proposé de 5,04 euros par action TMG en cas de dépôt du projet de RO précité.

Le fondement réglementaire de notre intervention relève des articles 261-1 I.-1°, 2° 4° et 261-1 II du titre VI du livre II du Règlement général de l'AMF qui stipulent que la société visée par une offre publique d'acquisition désigne un expert indépendant :

- lorsque la société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, avant le lancement de l'opération, par l'initiateur de l'offre (article 1°) ;
- lorsque les dirigeants de la société visée ou les personnes qui la contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce ont conclu un accord avec l'initiateur de l'offre susceptible d'affecter leur indépendance (article 2°). Tel est le cas des Promesses conclues entre la société INTEL CIA et les titulaires d'actions gratuites existantes et à émettre de la société TMG (cf. infra §.12);
- lorsqu'il existe une ou plusieurs opérations connexes à l'offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'offre publique considérée (article 4°). Tel est le cas de la cession préalable de la société L'ENCHANTEUR, filiale détenue à 100% par la société TMG, réalisée le 22 décembre 2011, qui conditionnait l'acquisition du Bloc de Contrôle par la société INTEL CIA (cf. infra §.13); et
- préalablement à la mise en œuvre d'un retrait obligatoire sous réserve des dispositions de l'article 237-16.

Pour effectuer cette mission, nous nous sommes conformés aux dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application n° 2006-08 sur l'expertise indépendante ainsi que des recommandations de l'AMF du 28 septembre 2006 (modifiées le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010). Nous avons pris connaissance et analysé l'ensemble des documents comptables, financiers et juridiques nécessaires à la mission. Nous nous sommes appuyés sur notre expérience dans le domaine de l'évaluation et sur notre savoir-faire dans le domaine des expertises indépendantes, qu'elles soient de natures légale ou contractuelle.

1. PRESENTATION DE PAPER AUDIT & CONSEIL

La société Paper Audit & Conseil est constituée d'une équipe restreinte de professionnels spécialisés dans les domaines liés aux normes comptables, à la modélisation et l'ingénierie financière, et à l'évaluation, que ce soit dans le cadre de :

- missions légales : commissariat aux apports et à la fusion,
- missions contractuelles : consultations comptables, évaluation (entreprises, actifs incorporels, passifs sociaux, instruments financiers, etc.), arbitrage.

Nous avons acquis, dans le domaine des sociétés cotées, une expérience reconnue dans les opérations qui requièrent une appréciation particulière et l'émission d'un jugement.

Nous disposons des moyens techniques et opérationnels nécessaires à l'exécution de nos missions ; pour les besoins de l'ensemble de nos missions d'évaluation, nous utilisons la base de données financières Thomson Reuters qui, au cas d'espèce, nous a permis d'apprécier la valeur de la société TMG.

2. INDEPENDANCE

Le cabinet Paper Audit & Conseil n'a jamais été mandaté par la société TMG, ni par ses actionnaires, pour réaliser une mission d'expertise, d'évaluation ou de conseil. Nous attestons de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui, avec les personnes concernées par la présente offre et leurs conseils, susceptible d'affecter notre indépendance et l'objectivité de notre jugement dans le cadre de la présente mission.

3. MISSIONS D'EXPERTISE INDEPENDANTE REALISEES AU COURS DES 12 DERNIERS MOIS

Au cours des douze derniers mois, la société Paper Audit & Conseil est intervenue en qualité d'expert indépendant au titre des missions suivantes :

Type d'offre	Cible	Initiatrice	Banque présentatrice	Date
Offre publique d'achat	RUE DU COMMERCE	ALTACOM	SOCIETE GENERALE CORPORATE & INVESTMENT BANKING	déc.-11
Offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire	FLIR SYSTEMS ADVANCED THERMAL SOLUTIONS SA	FLIR SYSTEMS HOLDING FRANCE SAS	CREDIT DU NORD	oct.-11
Offre publique d'achat simplifiée	THARREAU INDUSTRIES	FIBERTEX NONWOVENS	AUREL BGC	juin-11
Offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire	PRODEF SA	J2F FINANCES	SODICA ECM	janv.-11

4. ADHESION A UNE ASSOCIATION PROFESSIONNELLE RECONNUE PAR L'AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS

Le cabinet Paper Audit & Conseil n'adhère, à ce jour, à aucune association professionnelle reconnue par l'AMF en application de l'article 263-1 de son règlement général, compte tenu des procédures internes qui garantissent un haut niveau d'intégrité, d'indépendance et de compétence.

A ce titre, il s'est doté d'un code de déontologie prévoyant notamment des procédures destinées à protéger l'indépendance du cabinet et éviter les situations de conflit d'intérêts ainsi qu'à contrôler, sur chaque mission, la qualité des travaux réalisés et des rapports avant leur émission. Dans le cadre de la présente mission, la revue indépendante a été réalisée par Monsieur Thierry Dutartre, expert-comptable et commissaire aux comptes, fondateur et Président de la société PENTHIEVRE FINANCE, professionnel qualifié disposant d'une longue expérience de l'évaluation et de l'expertise indépendante.

5. DILIGENCES EFFECTUEES

La présente mission a été menée par Xavier Paper et son équipe et s'est déroulée entre le 27 décembre 2011 et le 16 janvier 2012, date de remise de notre rapport.

L'équipe affectée à la mission est composée des deux personnes suivantes :

- Xavier Paper (49 ans) - ESC Rouen, expert-comptable, commissaire aux comptes - réalise régulièrement des missions d'évaluation, de commissariat aux apports et à la fusion, ainsi que des missions de consulting comptable.
- Patrick Grinspan (45 ans) – ingénieur Agro (AgroParisTech), Master Stratégie et Expertise Financières (CNAM) - réalise des missions d'évaluation et de modélisation financières.

Elle a mis en œuvre le programme de travail suivant :

- Acceptation de la mission,
- Prise de connaissance des informations nécessaires à la compréhension de l'opération et de son cadre juridique et à l'évaluation des actions de la société TMG,
- Prise de connaissance des informations qui nous ont été communiquées, en particulier celles de nature comptable et financière,
- Discussions avec les représentants de la société TMG et ses conseils portant sur les éléments d'appréciation de la valeur des actions TMG,
- Constitution d'un échantillon de sociétés cotées comparables à la société TMG,
- Analyse du rapport d'évaluation de la société TMG établi par la société EUROLAND FINANCE,
- Mise en œuvre par le cabinet Paper Audit & Conseil de l'évaluation des actions de la société TMG,
- Evaluation de la société L'ENCHANTEUR, filiale à 100% de la société TMG, cédée pour 1 euro symbolique le 22 décembre 2011 à Monsieur Marc Gladysz,
- Rédaction du rapport du cabinet Paper Audit & Conseil.

Enfin, il est important de noter que, conformément à la pratique dans le domaine des expertises indépendantes, nous n'avons pas procédé à un audit des données historiques qui nous ont été transmises. En outre, s'agissant des données prévisionnelles, nous nous sommes limités à en vérifier la cohérence et la pertinence au travers d'entretiens avec les représentants de la société TMG et ses conseils et par recoupements d'informations entre elles.

6. LISTE DES DOCUMENTS MIS A NOTRE DISPOSITION

Pour les besoins de notre mission, nous avons utilisé les documents et informations mis à notre disposition par la société TMG et ses conseils. Les principaux documents utilisés ont été les suivants :

- Rapport d'évaluation de la société TMG du 16 décembre 2011 établi par la société EUROLAND FINANCE,
- Business plan de la société TMG en date du mois de décembre 2011 ainsi que la description des hypothèses y afférentes,
- Comptes consolidés de la société TMG aux 31 décembre 2007, 2008, 2009, 2010 et au 30 juin 2011,

- Rapport des commissaires aux comptes sur les comptes consolidés de la société TMG au titre des exercices clos aux 31 décembre 2007, 2008, 2009 et 2010,
- Rapport d'examen limité des commissaires aux comptes sur les comptes consolidés semestriels de la société TMG au titre de la période du 1^{er} janvier au 30 juin 2011,
- Estimation de la trésorerie prévisionnelle de la société TMG au 31 décembre 2011,
- Projet de note d'information relatif à l'OPAS déposé le 23 décembre 2011 auprès de l'AMF,
- Contrat d'acquisition du Bloc de Contrôle en date du 23 décembre 2011,
- Promesses conclues avec les titulaires des 250 000 actions gratuites TMG,
- Document « Présentation management » en date du 7 septembre 2011 établi par la société TMG,
- Comptes annuels de la société L'ENCHANTEUR aux 31 décembre 2008, 2009 et 2010,
- Bilan et compte de résultat de la société L'ENCHANTEUR au 30 juin 2011,
- Fichier Excel relatif au test de dépréciation des titres de participation L'ENCHANTEUR détenus par la société TMG,
- Estimation des coûts de fermeture de la société L'ENCHANTEUR,
- Business plan de la société L'ENCHANTEUR établi au mois de novembre 2011,
- Mandat de cession de la société L'ENCHANTEUR conclu avec la société TWINL le 12 mai 2011,
- Dossier de présentation de la société L'ENCHANTEUR réalisé par la société TWINL dans le cadre de sa mission de recherche d'un acquéreur potentiel,
- Rapport du commissaire aux apports sur la rémunération des apports effectués par la société THE MARKETINGGROUP à la société L'ENCHANTEUR NOUVEAUX MEDIAS en date du 30 octobre 2008,
- Projet de traité d'apport partiel d'actifs, en date du 29 octobre 2008, entre les sociétés THE MARKETINGGROUP et L'ENCHANTEUR NOUVEAUX MEDIAS,
- Contrat de cession de la société L'ENCHANTEUR en date du 22 décembre 2011,
- Courrier de la société GROUPE FRANCE MUTUELLE (ci-après dénommée « **la société GFM** ») du 24 juin 2011 dénonçant le contrat de prestations de services qui la liait à la société L'ENCHANTEUR.

Pour les données de marché nécessaires à l'évaluation de la société TMG, nous nous sommes principalement appuyés sur la base de données financières Thomson Reuters.

7. INTERLOCUTEURS RENCONTRES

Dans le cadre de notre mission, nous avons rencontré et/ou échangé avec les représentants de la société TMG et leurs conseils ainsi qu'avec les représentants de l'établissement conseil, la société EUROLAND FINANCE.

Pour la société TMG :

- Monsieur Marc Gladysz, Président directeur général,
- Monsieur Patrick Régnier, Directeur administratif et financier.

Pour la société EUROLAND FINANCE :

- Monsieur Thomas Hornus, Responsable structuration des opérations financières,

- Monsieur Nicolas Pradon, Analyste financier.

Pour le cabinet d'avocats MICHEL LAVAL & ASSOCIES :

- Maître Michel Laval, Avocat, associé.

Pour le cabinet d'avocats SALANS :

- Maître Jean-Luc Bédos, Avocat, associé,
- Maître Julie Evangelisti, Avocat.

8. REMUNERATION PERÇUE

Les honoraires pour cette mission se sont élevés à 45 000 euros HT, en ce compris ceux relatifs à notre mission d'évaluation de la société L'ENCHANTEUR.

9. CONTEXTE ET PRESENTATION DE LA SOCIETE TMG

La société TMG est une société anonyme au capital de 693 819,75 euros, divisé en 2 775 279 actions de 0,25 euro de nominal chacune, dont le siège social est sis 113 rue Victor Hugo, 92300 Levallois-Perret, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 353 944 093.

Issue du rapprochement d'agences de communication et d'un acteur de référence en centres d'appels, la société TMG se positionne aujourd'hui comme un des leaders des groupes de communication en France. Son activité est organisée autour de deux pôles :

- 1) Gestion de centres de contacts. La société TMG organise, *via* ses filiales PHONE MARKETING MEDITERRANEE et PHONE MARKETING RHÔNE-ALPES, la gestion de centres d'appels ainsi que l'externalisation de prestations de télémarketing (prospection, campagnes d'information, etc.) et de téléservices à forte valeur ajoutée.
- 2) Services de communication et de marketing. La société TMG propose, *via* sa filiale L'ENCHANTEUR, des prestations de services de communication et de marketing, soit du marketing relationnel (réalisation de campagnes de conquête et de fidélisation [multicanal] de clients), du marketing Internet (création et gestion de sites), de l'événementiel, des campagnes publicitaires, etc.

La société TMG, qui compte environ 400 collaborateurs en son sein, a réalisé en 2010 un chiffre d'affaires consolidé de 36,8 millions d'euros pour un résultat d'exploitation de 1,8 million d'euros et un résultat net après impôts positif de 1,2 million d'euros.

A l'issue d'un processus de négociation, le 23 décembre 2011, Monsieur Marc Gladysz, Président directeur général de la société TMG, agissant pour son compte et celui de 22 autres actionnaires, et la société INTEL CIA ont conclu un contrat d'acquisition d'actions aux termes duquel la société INTEL CIA a acquis 2 534 005 actions de la société TMG, représentant 91,31% des actions composant son capital social et 90,21% des droits de vote, au prix de 5,04 euros par action augmenté d'un éventuel complément de prix calculé sur la base de la trésorerie nette au 31 décembre 2011 qui fera l'objet d'un paiement différé aux cédants du bloc de contrôle au plus tard le 29 juin 2012. Le 23 décembre 2011, la société INTEL CIA a également conclu avec tous les titulaires d'actions gratuites (250 000) de la société TMG, aux mêmes conditions financières que celles appliquées au Bloc de Contrôle, les Promesses afin d'acquies lesdites actions une fois échue

leur période d'indisponibilité fiscale⁴. Dans le cadre du contrat d'acquisition, les Cédants ont octroyé à la société INTEL CIA une garantie spécifique, correspondant à une retenue de 1,23 euro par action, non applicable aux actionnaires minoritaires apportant leurs actions à l'Offre ou dans le cadre du RO de sorte que le prix par action perçu par chaque cédant est de 3,81 euros. De plus, l'acquisition du Bloc de Contrôle par la société INTEL CIA a été conditionnée à la cession préalable de la société L'ENCHANTEUR, filiale détenue à 100% par la société TMG, réalisée le 22 décembre 2011, l'activité de la société L'ENCHANTEUR, fortement déficitaire, n'apparaissant pas compatible avec le projet industriel du nouvel ensemble axé sur le télémarketing.

Suite à la cession du Bloc de Contrôle décrite ci-dessus, la société INTEL CIA, qui a franchi à la hausse le seuil de 50% du capital et des droits de vote de la société TMG, a déposé auprès de l'AMF une offre publique permettant à l'ensemble des actionnaires minoritaires de la société TMG de bénéficier d'une liquidité sur leur investissement, et ce, à un prix attractif par rapport au cours de bourse. La présente Offre, qui fait suite à l'acquisition du Bloc de Contrôle, porte sur la totalité des actions TMG non détenues directement ou indirectement par la société INTEL CIA, soit 218 880 actions⁵, représentant 7,89% du capital et 8,99% des droits de vote de la société TMG.

La présente opération (en ce inclus l'acquisition du Bloc de Contrôle) trouve son origine dans le fait que la société INTEL CIA estime être en mesure de faire bénéficier les actionnaires actuels de la société TMG d'une bonne valorisation tout en adossant cette dernière à un partenaire pouvant lui offrir des synergies et des complémentarités importantes dont elle a besoin au stade actuel de sa croissance. La société INTEL CIA considère par ailleurs que la société TMG est attractive, dotée d'une marque forte, d'une bonne gestion des relations clients et d'une capacité démontrée à faire croître ses activités. La société INTEL CIA estime enfin que la forte complémentarité stratégique et culturelle existant entre elle et la société TMG sera un facteur clé de réussite de leur rapprochement. Les activités de la société TMG pourront en effet bénéficier de la solide position du groupe INTEL CIA sur le marché de la relation client tandis que, dans le même temps, la société INTEL CIA renforcera sa présence sur le marché français.

Enfin, s'agissant du processus de négociation ayant conduit à la cession du Bloc de Contrôle, il est important de préciser que nous n'avons pas eu connaissance de négociations officielles engagées avec d'autres acquéreurs potentiels que la société INTEL CIA.

10. EVALUATION DE LA SOCIETE TMG

A l'instar de la pratique observée en matière d'expertise indépendante dans le cadre de la réglementation AMF, nous avons mis en œuvre une approche d'évaluation multicritères pour valoriser les actions de la société TMG. Celle-ci repose sur plusieurs méthodologies : **(1)** l'actualisation des flux de trésorerie disponible (DCF⁶), **(2)** la référence au cours de bourse, **(3)** les références aux transactions récentes sur le capital de la société et **(4)** la méthode des comparables boursiers.

Les méthodes de valorisation que nous avons écartées sont les suivantes :

1) L'actif net comptable (ANC)

⁴ Dont 10 000 actions gratuites existantes (fin de période d'acquisition le 2 avril 2010 et fin de période conservation le 2 avril 2012), 40 000 actions gratuites existantes (fin de période d'acquisition le 12 décembre 2010 et fin de période conservation le 12 décembre 2012), et 200 000 actions gratuites à émettre (fin de période d'acquisition le 6 juillet 2013 et fin de période conservation le 6 juillet 2015).

⁵ En ce inclus les 50 000 actions gratuites existantes mais excluant les 22 394 actions auto-détenues au 23 décembre 2011 et les 200 000 actions gratuites à émettre.

⁶ Discounted Cash Flows.

Cette méthode a été écartée dans la mesure où elle ne prend pas en compte la valeur des actifs incorporels générés en interne, au cas d'espèce significatifs, ceux-ci étant absents du bilan de la société TMG.

2) La méthode du rendement

Cette méthode consiste à valoriser directement les capitaux propres de la société sur la base de la valeur actuelle de ses dividendes futurs. La société TMG n'ayant pas versé de dividendes à ses actionnaires depuis plus de 5 ans, nous n'avons pas retenu cette méthode de valorisation.

3) La méthode des transactions comparables

Cette approche vise à reconstituer le prix de cession théorique de la société à évaluer par référence à des transactions intervenues sur le capital de sociétés présentant des caractéristiques semblables. Nous n'avons pas pu identifier de transactions récentes sur le capital de sociétés dont l'activité est suffisamment proche de celle de la société TMG.

Tous nos calculs ont été arrêtés au 30 juin 2011 sur la base du nombre d'actions existant à cette date (2 775 279), sous déduction des actions auto-détenues à cette même date (21 853), auxquelles s'ajoutent les 200 000 actions gratuites à émettre attribuées lors du Conseil d'administration du 6 juillet 2011, soit 2 953 426.

10.1. METHODE DE L'ACTUALISATION DES FLUX DE TRESORERIE DISPONIBLE

Selon la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponible, la valeur des fonds propres d'une société correspond à la valeur présente de ses flux de trésorerie d'exploitation⁷, actualisés au taux de rentabilité exigé par les apporteurs de fonds, sous déduction de l'endettement net à la date d'évaluation. Cette approche de valorisation dite « intrinsèque » repose sur l'hypothèse d'une valeur des capitaux propres fondée sur la profitabilité future de la société à évaluer.

10.1.1. Analyse du business plan

Le management de la société TMG nous a transmis son business plan, élaboré sur l'horizon 2011-2016, afin que nous puissions mettre en œuvre la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponible. Il a été réalisé sur la base du périmètre actuel de la société TMG après cession de la société L'ENCHANTEUR ; il ne prend dès lors en compte que la seule activité liée aux centres d'appels et n'intègre ni l'impact lié à d'éventuelles opérations de croissance externe sur l'horizon prévisionnel, ni les synergies envisagées suite au rapprochement avec la société INTELICIA.

Les prévisions d'exploitation résultent notamment des hypothèses structurantes suivantes :

- une croissance moyenne actuarielle du chiffre d'affaires de 4,13% sur l'horizon 2011-2016, notamment liée aux effets du nouveau centre d'appel créé en 2009 à Dreux ;
- un taux de marge opérationnelle (résultat d'exploitation rapporté au chiffre d'affaires) à l'issue de l'horizon prévisionnel de 5,3% ;
- une politique d'investissement stable, les montants investis correspondant peu ou prou aux dotations aux amortissements à partir de l'année 2015 ;
- et, enfin, un besoin en fonds de roulement (BFR) prospectif et normatif d'environ 9%.

Il convient de préciser que nous nous sommes assurés de la cohérence globale de ces données prévisionnelles, notamment au travers d'entretiens avec le directeur administratif et financier de la société

⁷ Soit, avant rémunération des apporteurs de fonds, créanciers et actionnaires.
Note en réponse de The Marketinggroup

TMG. Par ailleurs, nous avons prolongé le business plan qui nous a été transmis jusqu'en 2020 sur la base d'un taux de croissance moyen du chiffre d'affaires de 3%

En définitive, malgré un contexte de marché et d'activité générale plutôt incertain, les hypothèses retenues par le management de la société TMG nous sont apparues pertinentes. Le business plan apparaît quant à lui cohérent et équilibré.

Nous avons mis en œuvre la méthode de valorisation basée sur l'actualisation des flux de trésorerie disponible sur la base de ce business plan.

10.1.2. Principales hypothèses de valorisation

La date de démarrage de la valorisation a été fixée au 30 juin 2011, soit la date de clôture des comptes la plus proche de l'opération envisagée.

a) Taux d'actualisation

Le taux d'actualisation correspond au coût d'opportunité⁸ du capital de la société TMG. Le taux retenu de 12,84% a été calculé, selon le MEDAF⁹, sur la base des paramètres suivants :

- le taux sans risque est égal à 2,79% et correspond au taux de swap zéro-coupon¹⁰ de maturité 10 ans au 30 novembre 2011,
- le bêta désendetté de la société TMG, calculé à partir de la médiane des bêtas désendettés des sociétés comparables de l'échantillon¹¹ que nous avons constitué (cf. infra §.10.4), a été fixé à 1,16,
- la prime de risque du marché a été fixée à 6,50%, fondée sur la moyenne des primes de risque retenues par les experts indépendants dans les attestations d'équité des 12 derniers mois,
- une prime de risque spécifique de 2,5% a été ajoutée afin de tenir compte de l'exigence de rendement additionnel des investisseurs pour les sociétés de petite taille.

b) Taux de croissance à l'infini

Le taux de croissance à l'infini a été fixé à 1,5% et correspond, peu ou prou, au taux de croissance à long terme du PIB français.

c) Besoin en fonds de roulement

Le besoin en fonds de roulement retenu, exprimé en pourcentage du chiffre d'affaires, a été fixé à 9%. Ce ratio est en ligne avec les ratios calculés à partir des comptes historiques tels qu'ils ressortent des comptes consolidés de la société TMG.

d) Taux d'imposition

Le taux d'impôt normatif a été fixé, pour les besoins de la valorisation, à 34,43%, soit le taux d'impôt théorique en vigueur en France.

e) Eléments de calcul de l'endettement net

Le tableau ci-après détaille le calcul de l'endettement net au 30 juin 2011 :

(k€)	juin-11
Valeurs mobilières de placement (-)	2 710
Disponibilités (-)	3 697
Dettes financières (+)	1 568
Créances factorisées (+)	4 579
Endettement net L'ENCHANTEUR (-)	-402
Provisions pour litiges (+)	198
Provisions pour retraites (+)	279
Actifs hors exploitation (-)	684
Endettement net	-65

⁸ Soit le coût des fonds propres en l'absence d'endettement.

⁹ Modèle d'Equilibre Des Actifs Financiers.

¹⁰ Courbe des taux de swaps zéro-coupon (Source Comité de Normalisation Obligataire [CNO]).

¹¹ Cet échantillon inclut, pour les besoins de la détermination du bêta, la société TMG.

Le calcul de l'endettement net, établi au 30 juin 2011, intègre, outre la trésorerie, les équivalents de trésorerie et les dettes financières, les actifs hors exploitation¹² de la société TMG, que nous avons assimilés à des ressources de trésorerie à court terme, ainsi que diverses provisions pour risques et charges à caractère certain.

Sur la base de ces éléments, l'endettement net retenu pour les besoins de la valorisation de la société TMG ressort à -65 k€ au 30 juin 2011 (trésorerie nette positive).

10.1.3. Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres

La somme des flux de trésorerie disponible actualisés au coût d'opportunité du capital constitue la valeur d'entreprise de la société TMG. Le tableau ci-après décrit le passage de la valeur d'entreprise ainsi calculée à la valeur des capitaux propres :

(en millions d'euros)	juin-11
Flux 30 juin 2011 - 31 décembre 2020 actualisés (+)	9,19
Valeur terminale actualisée (+)	4,68
Valeur d'entreprise	13,87
Endettement net (-)	-0,07
Valeur des capitaux propres	13,94
Nombre d'actions (I)	2 953 426
Valeur par action (€)	4,72

La valeur de la société TMG s'établit à 13,94 millions d'euros selon la méthode des flux de trésorerie disponible. Sur la base d'un nombre d'actions égal à 2 953 426, la valeur de la société TMG ressort à 4,72 euros par action.

10.1.4. Analyse de sensibilité

Le tableau ci-après présente la valeur de l'action TMG sur la base des paramètres retenus ainsi que la sensibilité de cette valeur à l'évolution du taux d'actualisation et du taux de croissance à l'infini :

		Taux d'actualisation				
(€)		11,84%	12,34%	12,84%	13,34%	13,84%
Taux de croissance à l'infini	0,5%	4,98	4,78	4,61	4,44	4,29
	1,0%	5,05	4,85	4,66	4,49	4,33
	1,5%	5,12	4,91	4,72	4,54	4,38
	2,0%	5,21	4,98	4,78	4,60	4,43
	2,5%	5,30	5,07	4,85	4,66	4,48

Le tableau ci-après présente la valeur de l'action TMG sur la base des paramètres retenus ainsi que la sensibilité de cette valeur au taux de croissance de la période stable et au taux de marge opérationnelle (EBITDA / chiffre d'affaires) :

¹² Ces derniers, qui correspondent à des immobilisations financières, s'ajoutent à la valeur d'entreprise calculée sur la base de ses flux d'exploitation.

(€)		Taux de croissance de la période stable (%)				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
Taux de marge opérationnelle	6,0%	4,23	4,26	4,29	4,32	4,35
	6,5%	4,43	4,47	4,50	4,54	4,57
	7,0%	4,64	4,68	4,72	4,76	4,80
	7,5%	4,85	4,89	4,93	4,98	5,02
	8,0%	5,06	5,10	5,15	5,20	5,24

10.1.5. Conclusion

La société TMG a été évaluée selon la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponible.

Une garantie spécifique, d'un montant de 1,23 euro par action, ne s'appliquant qu'aux Cédants, a été consentie à l'initiateur, la société INTEL CIA, dans le cadre du contrat d'acquisition du Bloc de Contrôle. Il est important de noter que sa mise en œuvre pourrait conduire à diminuer, le cas échéant, le prix de cession des actions TMG. Dans la mesure où nous n'avons pas tenu compte de son éventuel impact négatif dans notre approche de valorisation, les valeurs calculées ci-avant constituent, par construction, des valeurs plafonds.

La valeur de la société TMG s'établit à 13,94 millions d'euros selon la méthode des flux de trésorerie disponible. Sur la base d'un nombre d'actions égal à 2 953 426, la valeur de l'action TMG ressort à 4,72 euros, dans une fourchette large comprise entre 4,23 euros et 5,30 euros.

10.2. REFERENCE AU COURS DE BOURSE

La société TMG est une société cotée sur le marché réglementé ALTEXNEXT de NYSE EURONEXT PARIS sous le code ISIN FR0000044679 (code mnémonique ALTMG). Le tableau ci-dessous présente les volumes de titres de la société TMG échangés au cours des 24 derniers mois ainsi que la rotation du capital correspondante :

THE MARKETINGROUP	Nombre d'actions échangées	Rotation du capital ¹ (en % du capital)	Rotation du capital ² (en % du flottant)
Volumes échangés 1 mois	8 392	0,30%	2,78%
Volumes échangés 2 mois	8 392	0,30%	2,78%
Volumes échangés 3 mois	8 392	0,30%	2,78%
Volumes échangés 6 mois	16 682	0,60%	5,53%
Volumes échangés 12 mois	228 038	8,22%	75,60%
Volumes échangés 24 mois	538 665	19,41%	178,58%

¹ Sur la base du nombre d'actions composant le capital au 30/06/2011 soit 2 775 279

² Sur la base du nombre d'actions composant le flottant au 30/06/2011 soit 301 633

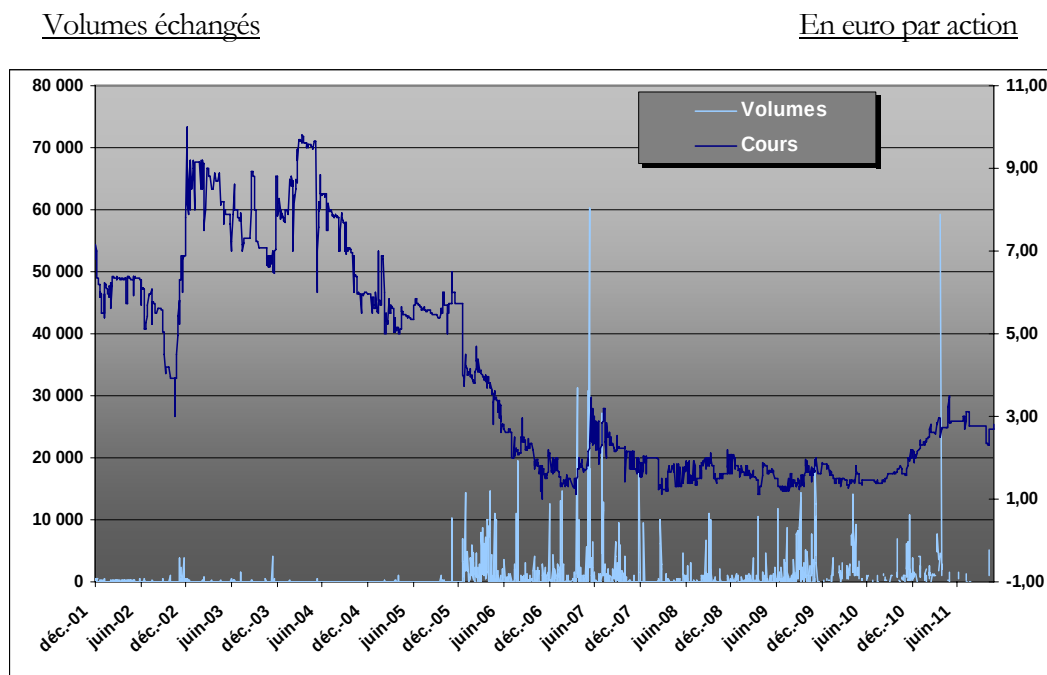
Au 8 novembre 2011, date de dernière cotation du titre TMG¹³, le nombre total d'actions échangées sur les 12 derniers mois s'élève à 228 038. Rapporté au nombre d'actions composant le capital social, soit 2 775 279 actions au 30 juin 2011, le taux de rotation du capital ressort à 8,2% tandis que celui du flottant ressort à 75,6%. Par ailleurs, du 1^{er} janvier au 8 novembre 2011, 171 061 actions ont été échangées représentant 6,2% du capital pour un volume de transactions d'environ 445 000 euros ; ces échanges

¹³ Il convient de noter que le cours du titre TMG qui a été suspendu le 8 novembre 2011 a repris le 27 décembre 2011, après l'annonce de l'acquisition du Bloc de Contrôle par la société INTEL CIA (communiqué du 26 décembre 2011)
Note en réponse de The Marketingroup

représentent un volume moyen journalier de 2 592 actions.

En définitive, la liquidité des titres TMG est suffisante, toutes choses égales par ailleurs, pour rendre la référence au cours de bourse pertinente, et ce, d'autant plus que la capitalisation boursière de la société reste modeste (7,8 millions d'euros au 8 novembre 2011).

Depuis plus de 5 ans, le cours évolue peu ou prou dans un canal large situé entre 1 euro et 3 euros. Le graphique ci-après montre l'évolution du cours de bourse ainsi que les volumes échangés du titre TMG sur une période historique de 10 années :



Sur les 12 derniers mois, le cours de bourse le plus haut s'établissait à 3,50 euros et le cours de bourse le plus bas à 1,58 euro. Sur les 24 derniers mois, le cours de bourse le plus haut s'établissait à 3,50 euros et le cours de bourse le plus bas à 1,27 euro.

Le tableau ci-dessous présente les cours de bourse pondérés par les volumes ainsi que les primes correspondantes :

THE MARKETINGROUP	Cours moyen pondéré par les volumes ¹ (€)	Prime (%)
Cours de clôture ²	2,80	80%
Cours moyen pondéré par les volumes 1 mois	2,64	91%
Cours moyen pondéré par les volumes 2 mois	2,64	91%
Cours moyen pondéré par les volumes 3 mois	2,64	91%
Cours moyen pondéré par les volumes 6 mois	2,80	80%
Cours moyen pondéré par les volumes 12 mois	2,43	108%
Cours moyen pondéré par les volumes 24 mois	1,94	159%
Cours le plus haut depuis 24 mois	3,50	44%
Cours le plus bas depuis 24 mois	1,27	297%

¹ Etabli sur la base des cours de clôture extraits de la base de données Thomson Reuters

² Cours au 8 novembre 2011

Sur les 24 derniers mois, le cours le plus haut s'élève à 3,50 euros correspondant à une valeur de la société TMG égale à 10,3 millions d'euros. Sur la même période, le cours le plus bas s'élève à 1,27 euro correspondant à une valeur de la société TMG égale à 3,8 millions d'euros.

La valeur de la société TMG est comprise entre 3,8 millions d'euros et 10,3 millions d'euros selon la référence au cours de bourse sur une période récente. Sur la base d'un nombre d'actions composant le capital social égal à 2 953 426, la valeur de l'action TMG ressort dans une fourchette comprise entre 1,27 euro et 3,50 euros.

10.3. TRANSACTIONS SUR LE CAPITAL DE LA SOCIETE

10.3.1. Référence au prix de l'offre de rachat d'actions TMG d'avril 2011

Le Conseil d'administration de la société TMG, agissant sur autorisation de l'assemblée générale extraordinaire du 18 février 2011, a décidé, lors de sa séance du 18 mars 2011, de lancer une opération de réduction de capital par voie de rachat d'actions en vue de leur annulation, pour un montant nominal maximum de 175 000 euros représentant un nombre maximum de 700 000 actions d'un montant d'un montant nominal de 0,25 euro par action, pour un prix unitaire de 3 euros par action. Suite à l'offre de rachat d'actions qui s'est déroulée entre le 25 mars et le 13 avril 2011, 422 175 titres ont été apportés. Le Conseil d'administration a donc constaté la réduction de capital de 105 543,75 euros et l'annulation de 422 175 actions de la société TMG d'une valeur nominale de 0,25 euro suite à leur rachat par cette dernière. À la suite de cette opération et de l'annulation des 422 175 actions, le capital de la société TMG est passé de 799 363,50 euros à 693 819,75 euros représenté par 2 775 279 actions d'une valeur nominale de 0,25 euro.

Cette transaction qui porte sur une part significative du capital de la société TMG (soit 13,2% du nombre d'actions composant le capital social de la société TMG avant opération) constitue une référence dans le cadre de la présente Offre.

La valeur de la société TMG s'établit à 8,9 millions d'euros selon la référence à l'offre de rachat d'actions d'avril 2011. Sur la base d'un nombre d'actions égal à 2 953 426, la valeur de l'action TMG ressort à 3 euros.

10.3.2. Référence au prix de cession du Bloc de Contrôle de la société TMG

Le 23 décembre 2011, Monsieur Marc Gladysz, Président directeur général de la société TMG agissant pour son compte et celui de 22 autres actionnaires, et la société INTEL CIA ont conclu un contrat d'acquisition d'actions aux termes duquel la société INTEL CIA a acquis 2 534 005 actions de la société TMG représentant 91,31% des actions composant son capital social et 90,21% des droits de vote. Cette acquisition s'est conclue au prix de 5,04 euros par action TMG augmenté d'un éventuel complément de prix calculé sur la base de la trésorerie nette au 31 décembre 2011 (cf. infra §.11).

Cette transaction qui porte sur une majorité du capital de la société TMG constitue une référence dans le cadre de la présente Offre.

A cet égard, il convient de rappeler les éléments de contexte suivants :

- Les Cédants n'ont effectivement perçu qu'un produit de cession de 3,81 euros par action, en raison d'une retenue de 3 116 826,15 euros au titre de la garantie spécifique consentie au profit de la société INTEL CIA, celle-ci ne s'appliquant pas aux actionnaires apportant leurs actions dans le cadre de l'Offre ou au titre du retrait obligatoire.
- Le contrat d'acquisition du 23 décembre 2011 prévoit le versement éventuel par la société INTEL CIA aux Cédants d'un complément de prix calculé sur la base de la trésorerie nette de la société TMG et de ses deux filiales au 31 décembre 2011. La société INTEL CIA s'engage à faire également bénéficier de ce complément de prix les actionnaires minoritaires qui apporteront leurs actions à l'Offre ou qui seront indemnisés dans le cadre du retrait obligatoire éventuel.
- Le prix de 5,04 euros par action TMG est également le prix sur lequel sont fondées les Promesses conclues entre la société INTEL CIA et les titulaires des 250 000 actions gratuites TMG existantes et à émettre.

Il apparaît donc que les conditions de la transaction ne conduisent pas à consentir aux Cédants un avantage particulier susceptible de se traduire par une rupture d'égalité avec les actionnaires minoritaires auxquels s'adresse la présente Offre. Au regard de ces différents éléments, les termes de l'Offre apparaissent plus favorables aux actionnaires minoritaires dans la mesure où ils ne supporteront pas les éventuelles conséquences de la garantie spécifique consentie au profit de la société INTEL CIA.

Selon la référence à l'acquisition du Bloc de Contrôle de la société TMG, la valeur de l'action TMG ressort à 5,04 euros.

10.4. METHODE DES COMPARABLES BOURSIERS

La méthode des comparables boursiers consiste à appliquer aux agrégats financiers de la société à évaluer, au cas d'espèce la société TMG, les multiples observés sur un échantillon de sociétés comparables. Cette approche revient à évaluer l'entreprise en se basant sur la manière dont le marché valorise des actifs ou des sociétés similaires. C'est une méthode dite indirecte puisque la société est évaluée globalement de sorte que la valeur des fonds propres s'obtient en soustrayant l'endettement net à la valeur d'entreprise.

Les sociétés cotées que nous avons sélectionnées sont les suivantes :

TELEPERFORMANCE (FR) est le leader mondial des prestations de télémarketing et de téléservices. Le groupe est spécialisé dans l'externalisation des centres de contacts dédiés à la gestion de la relation client. L'activité s'organise essentiellement autour de 4 pôles : (1) les prestations de services d'information aux clients, (2) les prestations d'assistance technique, (3) l'acquisition de clients et (4) les prestations de recouvrement des créances. A fin 2010, le groupe disposait de 268 centres de contacts répartis dans 50 pays (soit 83 000 stations de travail).

CONVERGYS (US) est une société américaine devenue un des leaders mondiaux de la gestion de la relation clients dans des secteurs tels que la santé, les services financiers, l'automobile ou les technologies. S'appuyant sur plus de 70 000 collaborateurs répartis dans 67 centres de contacts, la société a réalisé en 2010 un chiffre d'affaires consolidé de 2,2 milliards d'euros.

SYKES (US) est une société américaine créée en 1977 spécialisée dans la gestion de contact clients et dans les solutions d'externalisation à haute valeur ajoutée dans certains secteurs tels que les services financiers, la santé, la technologie ou les transports. La société a réalisé un chiffre d'affaires de 1 158 millions de dollars en 2010 à travers 80 centres de contacts répartis dans 24 pays.

STARTEK (US) est une société américaine créée en 1987 qui propose de nombreuses solutions d'externalisation telles que le support technique ou produit ou l'acquisition de nouveaux clients. Le chiffre d'affaires réalisé en 2010 s'est élevé à 265 millions de dollars.

TRANSCOM WORLDWIDE (LU) est une société spécialisée dans les centres d'appels, l'assistance technique, les serveurs vocaux et les prestations de recouvrement des créances. Elle intervient en particulier dans les secteurs de la finance, des médias et du tourisme. Son chiffre d'affaires en 2010 s'est élevé à 589 millions d'euros réalisé dans 75 centres de contacts répartis dans 27 pays.

CUSTOM SOLUTIONS (FR) est une société spécialisée dans les prestations de services marketing. Le chiffre d'affaires par activité se répartit comme suit : la gestion des opérations promotionnelles (48,1%), les prestations de services logistiques (41,5%), l'exploitation promotionnelle de contenus numériques. La totalité du chiffre d'affaires est réalisée en Europe.

Pour les besoins de la valorisation selon l'approche des comparables boursiers, nous avons retenu les multiples de chiffre d'affaires, d'EBITDA, d'EBIT et de résultat net. Il convient de préciser que les critères des multiples d'EBITDA et d'EBIT constituent selon nous les critères les plus pertinents dans la mesure où ils permettent de tenir compte de la capacité bénéficiaire de la société évaluée.

Le tableau ci-après présente les multiples implicites de chiffre d'affaires et d'EBITDA résultant de l'échantillon des sociétés sélectionnées, calculés sur la base des soldes intermédiaires de gestion prévisionnels issus du consensus d'analystes financiers établi par l'agence Thomson Reuters :

en millions d'euros	Pays	Capi. ¹	x CHIFFRE D'AFFAIRES				x EBITDA			
			2010	2011e	2012e	2013e	2010	2011e	2012e	2013e
TELEPERFORMANCE	FR	826	0,40	0,38	0,37	0,36	3,17	3,21	2,95	2,81
CONVERGYS	US	1 514	0,70	0,68	0,66	0,64	5,22	5,76	5,36	5,01
SYKES	US	724	0,46	0,44	0,43	0,41	3,85	4,53	4,21	4,49
STARTEK	US	36	0,14	0,16	0,17	N/A	99,61	N/A	2,90	N/A
TRANSCOM WORLDWIDE	LU	6	0,01	0,01	0,01	0,01	0,24	N/A	0,13	0,11
CUSTOM SOLUTIONS	FR	25	0,35	0,27	0,25	0,24	N/A	1,76	1,48	1,27
Médiane			0,4	0,3	0,3	0,4	3,9	3,9	2,9	2,8

Solde intermédiaire de gestion (TMG)	31,7	33,2	35,6	36,6	2,9	2,6	2,6	2,6
Multiple	0,4	0,3	0,3	0,4	3,9	3,9	2,9	2,8
Valeur d'entreprise	11,8	10,9	11,1	13,1	11,3	10,1	7,6	7,4
Actifs hors exploitation (+)	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Endettement net (-)	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Provisions pour litiges (-)	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Provisions pour retraites (-)	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Capitaux propres au 30/06/2011	11,9	10,9	11,2	13,1	11,4	10,2	7,7	7,4
Capitaux propres au 30/06/2011 (moyenne)	11,8				9,2			
Nombre d'actions	2 953 426				2 953 426			
Valeur par action	3,99				3,10			

¹ Capitalisation boursière (en millions)

Le tableau ci-après présente les multiples implicites d'EBIT¹ et de résultat net résultant de l'échantillon des sociétés sélectionnées, calculés sur la base des soldes intermédiaires de gestion prévisionnels issus du consensus d'analystes financiers établi par l'agence Thomson Reuters :

			x EBIT				x RESULTAT NET			
en millions d'euros	Pays	Capi. ¹	2010	2011e	2012e	2013e	2010	2011e	2012e	2013e
TELEPERFORMANCE	FR	826	6,86	4,98	4,42	4,19	6,87	7,82	6,80	6,21
CONVERGYS	US	1 514	10,51	9,17	8,17	7,40	12,30	11,72	11,86	10,90
SYKES	US	724	6,65	6,57	5,72	6,12	57,95	21,41	20,56	N/A
STARTEK	US	36	N/A	N/A	10,33	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
TRANSCOM WORLDWIDE	LU	6	N/A	N/A	0,25	0,20	0,47	0,17	0,17	N/A
CUSTOM SOLUTIONS	FR	25	2,34	2,18	1,71	1,56	3,19	2,73	2,18	1,95
Médiane			6,8	5,8	5,1	4,2	6,9	7,8	6,8	6,2
Solde intermédiaire de gestion (TMG)			2,4	2,1	2,1	2,1	1,6	1,3	1,3	1,3
Multiple			6,8	5,8	5,1	4,2	6,9	7,8	6,8	6,2
Valeur d'entreprise			16,1	11,9	10,4	8,7	10,9	10,3	8,9	8,2
Actifs hors exploitation (+)			0,7	0,7	0,7	0,7	N/A	N/A	N/A	N/A
Endettement net (-)			0,1	0,1	0,1	0,1	N/A	N/A	N/A	N/A
Provisions pour litiges (-)			0,2	0,2	0,2	0,2	N/A	N/A	N/A	N/A
Provisions pour retraites (-)			0,3	0,3	0,3	0,3	N/A	N/A	N/A	N/A
Capitaux propres au 30/06/2011			16,1	12,0	10,5	8,8	10,9	10,3	8,9	8,2
Capitaux propres au 30/06/2011 (moyenne)			11,9				9,6			
Nombre d'actions			2 953 426				2 953 426			
Valeur par action			4,02				3,25			

¹ Capitalisation boursière (en millions)

La valeur de la société TMG s'établit à, respectivement, 11,8 millions d'euros selon les multiples de chiffre d'affaires, 9,2 millions d'euros selon les multiples d'EBITDA, 11,9 millions d'euros selon les multiples d'EBIT et 9,6 millions d'euros selon les multiples de résultat net. Sur la base d'un nombre d'actions égal à 2 953 426, la valeur de l'action TMG ressort à, respectivement, 3,99

euros selon les multiples de chiffre d'affaires, 3,10 euros selon les multiples d'EBITDA, 4,02 euros selon les multiples d'EBIT et 3,25 euros selon les multiples de résultat net.

10.5. CONCLUSION

A l'issue de nos travaux, le prix d'offre retenu (hors complément de prix), soit 5,04 euros par action, fait apparaître les primes suivantes par rapport aux valeurs (centrales) résultant des méthodes que nous avons sélectionnées :

Méthodes de valorisation retenues	Valeur	Prime / (décote) (%)	Prix d'offre
Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponible	4,72 €	6,8%	5,04 €
Cours de clôture du 8 novembre 2011	2,80 €	80,0%	5,04 €
Cours moyen pondéré 1 mois	2,64 €	91,3%	5,04 €
Cours moyen pondéré 3 mois	2,64 €	91,3%	5,04 €
Cours moyen pondéré 6 mois	2,80 €	80,2%	5,04 €
Cours moyen pondéré 12 mois	2,43 €	107,6%	5,04 €
Référence au prix de l'offre de rachat d'actions TMG d'avril 2011	3,00 €	68,0%	5,04 €
Référence au prix de cession du Bloc de Contrôle de la société TMG du 23 décembre 2011	5,04 €	0,0%	5,04 €
Méthode des comparables boursiers : multiples de chiffre d'affaires	3,99 €	26,4%	5,04 €
Méthode des comparables boursiers : multiples d'EBITDA	3,10 €	62,5%	5,04 €
Méthode des comparables boursiers : multiples d'EBIT	4,02 €	25,5%	5,04 €
Méthode des comparables boursiers : multiples de résultat net	3,25 €	55,2%	5,04 €

11. ANALYSE DE LA CLAUSE DE COMPLEMENT DE PRIX

Comme précisé au paragraphe 9 ci-avant, le prix d'offre proposé dans le cadre de l'opération envisagée s'élève à 5,04 euros par action TMG, augmenté le cas échéant d'un éventuel complément de prix calculé sur la base de la trésorerie nette de la société TMG et de ses deux filiales, PHONE MARKETING MEDITERRANEE et PHONE MARKETING RHÔNE-ALPES, au 31 décembre 2011.

La trésorerie nette sera déterminée sur la base des comptes sociaux au 31 décembre 2011 tels qu'arrêtés par les organes compétents des trois sociétés concernées et certifiés par les commissaires aux comptes de chacune d'entre elles. Elle sera égale à :

- la trésorerie disponible comptabilisée à l'actif du bilan ;
- sous déduction des emprunts bancaires, des emprunts liés aux crédits-baux retraités pour les besoins des comptes consolidés, de l'avance de trésorerie de l'affacturage déduction faite du montant en fonds de garantie affacturage et des provisions comptabilisées pour licenciement ;
- le tout ajusté, à la hausse ou à la baisse, d'un niveau normatif du BFR calculé sur les données comptables mensuelles des douze derniers mois de chacune des 3 sociétés.

Le complément de prix par action est égal à la trésorerie nette au 31 décembre 2011 telle que définie ci-avant rapportée à la somme des éléments suivants :

- (1) le nombre d'actions composant le Bloc de Contrôle, soit 2 534 005 actions,
- (2) le nombre d'actions visées par l'Offre, soit 218 880¹⁴ actions au maximum,
- (3) le nombre d'actions gratuites à émettre, soit 200 000 actions.

Il a été convenu que le complément de prix, qui sera réparti entre les Cédants, les actionnaires minoritaires et les titulaires d'actions gratuites, ne sera versé que dans la seule hypothèse où la trésorerie nette calculée s'avérerait être positive, le prix fixé à 5,04 euros par action TMG dans le cadre de l'Offre ou du RO ne faisant l'objet d'aucune réduction.

Selon les prévisions du management de la société TMG qui nous ont été communiquées, la trésorerie nette au 31 décembre 2011 s'élèverait à 780 k€ correspondant à 5,2% de la valeur des capitaux propres de la société TMG sur la base d'un prix fixé de 5,04 euros par action (hors complément de prix). Ainsi, sur la base d'un nombre d'actions égal à 2 952 885 au maximum (=2 534 005 + 218 880 + 200 000), le complément de prix par action ressortirait donc à un peu plus de 0,26 euro.

Il apparaît que le complément de prix est d'un montant limité, qu'il assure une parfaite égalité de traitement entre l'ensemble des actionnaires et que sa mise en œuvre éventuelle n'est pas susceptible de conduire à une réduction du prix d'Offre. Son principe nous semble dès lors acceptable puisqu'il n'est pas susceptible de remettre en cause le caractère équitable du prix d'offre proposé de 5,04 euros par action TMG (hors complément de prix).

12. ANALYSE DES CONTRATS DE PROMESSES CROISEES

Dans le prolongement de l'acquisition du Bloc de Contrôle réalisée le 23 décembre 2011, la société INTEL CIA a conclu, le même jour, avec chacun des salariés détenteurs d'actions gratuites existantes ou à émettre, des contrats de promesse de vente et d'achat d'actions de la société TMG permettant à la société INTEL CIA d'acquies lesdites actions une fois échue leur période d'indisponibilité fiscale.

Les principales caractéristiques des Promesses sont les suivantes :

¹⁴ En ce compris les 50 000 actions gratuites existantes susceptibles d'être apportées à l'Offre.
Note en réponse de The Marketinggroup

- Les promesses de vente et d'achat d'actions gratuites ne pourront être exercées pendant la période d'acquisition et la période de conservation, les actions gratuites étant incessibles pendant lesdites périodes.
- Par exception à ce qui précède, les actions gratuites deviendront cessibles en cas de décès ou d'invalidité de leur détenteur.
- A l'issue de la période de conservation, la société INTELZIA bénéficiera d'une promesse irrévocable de vente de la part du détenteur des actions gratuites, pendant une période de 15 jours, portant sur l'intégralité des actions gratuites. A l'issue de la période de conservation, la société INTELZIA s'engage, de manière irrévocable, à acquérir auprès du détenteur des actions gratuites ces dernières, et ce, pendant une période de 15 jours.
- Le prix des actions gratuites est le même que celui des actions cédées dans le cadre du contrat d'acquisition des actions TMG. Le détenteur des actions gratuites accepte en particulier l'octroi de la garantie spécifique au bénéfice de la société INTELZIA selon les mêmes modalités et dans les mêmes conditions que celles décrites dans le contrat d'acquisition des actions TMG.
- Les contrats en objet produiront effet pendant une période de 5 ans à partir du 23 décembre 2011.

Au regard des éléments précités, il apparaît que les conditions de cession des actions gratuites au terme de leur période de conservation ne conduisent pas à consentir à leurs détenteurs un avantage particulier susceptible de se traduire par une rupture d'égalité avec les actionnaires minoritaires auxquels s'adresse la présente Offre.

13. APPRECIATION DU CARACTERE EQUITABLE DU PRIX DE CESSIION DE LA SOCIETE L'ENCHANTEUR

Le 22 décembre 2011, la société L'ENCHANTEUR, filiale à 100% détenue par la société TMG, a été cédée pour 1 euro symbolique à Monsieur Marc Gladysz, et ce, préalablement à la cession du Bloc de Contrôle intervenue le 23 décembre 2011. La société L'ENCHANTEUR est fortement déficitaire depuis la résiliation du contrat de prestations de services qui la liait à la société GFM, son client le plus important. Préalablement à notre désignation en qualité d'expert indépendant dans le cadre de l'Offre en objet, le Conseil d'administration de la société TMG nous a désigné, le 24 octobre 2011, en qualité d'expert indépendant chargé de procéder à l'évaluation de la société L'ENCHANTEUR. Cette mission a fait l'objet d'un rapport d'évaluation, remis aux représentants de la société TMG le 24 novembre 2011, et dont les principaux éléments sont repris ci-après.

Dans la mesure où cette cession est concomitante à l'opération envisagée, qu'elle donne lieu à une transformation majeure du périmètre et de la structure des résultats de la société TMG et que son prix est non significatif, nous avons mis en œuvre une approche d'évaluation multicritères afin d'apprécier la valeur de la société L'ENCHANTEUR et, par conséquent, le caractère équitable de son prix de cession, soit 1 euro, du point de vue des actionnaires minoritaires de la société TMG.

13.1. METHODE DE L'ACTUALISATION DES FLUX DE TRESORERIE DISPONIBLE

13.1.1. Analyse du business plan

Le management de la société TMG nous a transmis le business plan de la société L'ENCHANTEUR, élaboré sur l'horizon 2011-2014 que nous avons extrapolé jusqu'en 2019 sur la base des hypothèses structurantes suivantes :

- un taux de croissance du chiffre d'affaires situé entre 6% et 7% en 2015 et 2016 puis à 2% jusqu'en 2019,

- un taux de croissance à l'infini de 1,5% au titre de la valeur terminale,
- un taux de marge opérationnelle qui évolue lentement vers le taux normatif de 7% correspondant au taux normatif du secteur des agences de communication.

Le business plan qui nous a été transmis prévoit un retour à l'équilibre des comptes en 2014 (*breakeven*) et un retour à la croissance à partir de l'année 2015. Le business plan apparaît volontariste en particulier s'il est comparé à l'historique des résultats passés. Il intègre en outre les frais de restructuration, d'un montant de 337 milliers d'euros, en 2011, liés à la mise en œuvre du plan de redressement de la société L'ENCHANTEUR.

13.1.2. Hypothèses de valorisation

Conséquence de sa situation financière très dégradée suite, en particulier, à la perte de son client le plus important, la société GFM (près de 50% du chiffre d'affaires de la société L'ENCHANTEUR), et des incertitudes pesant à court ou moyen terme sur l'activité opérationnelle, nous avons considéré que la société L'ENCHANTEUR, entreprise en difficulté, ne présentait pas les caractéristiques habituellement requises pour des sociétés en continuité d'exploitation mais s'apparentait plutôt à une entreprise en phase de capital-risque. Il est dès lors inadéquat d'appliquer les taux d'actualisation issus des taux implicites du marché tels que traditionnellement calculés sur la base du MEDAF. Il convient par ailleurs d'ajouter qu'en face de ventes prévisionnelles très incertaines compte tenu d'un portefeuille de clients à forte attrition (en particulier pour l'activité Internet), les dépenses d'exploitation demeurent quant à elles certaines, conduisant en conséquence à des profits futurs présentant un haut degré d'incertitude.

Pour ces raisons, nous avons mis en œuvre l'approche de l'actualisation des flux de trésorerie disponible de manière à calculer le taux d'actualisation qui conduit à une valeur des capitaux propres égale à un prix de cession de 1 euro puis apprécié si le taux obtenu reflétait de manière adéquate les éléments de contexte précités (entreprise en redressement).

Afin de mettre en œuvre la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponible, nous avons retenu les hypothèses de valorisation suivantes :

- une variation du BFR calculée sur la base d'un BFR égal à 5% du chiffre d'affaires, peu ou prou en ligne avec les données historiques et prévisionnelles,
- un taux d'imposition de 33,33% égal au taux d'imposition en vigueur en France pour les sociétés de petite taille,
- la prise en compte du stock de déficits reportables liés aux pertes actuelles et anticipées,
- un taux de marge opérationnelle normatif de 7% au titre de la valeur terminale,
- un taux de croissance perpétuel au titre de la valeur terminale de 1,5% en ligne avec le taux de croissance de long terme du produit intérieur brut (PIB) égal approximativement à 1,5% en France.

Enfin, la valorisation de la société L'ENCHANTEUR a été établie au 1^{er} janvier 2011, date de démarrage des flux prévisionnels et date la plus proche de la clôture des comptes de la société L'ENCHANTEUR.

13.1.3. Conclusion

Selon nos calculs, et sur la base du business plan transmis par le management de la société TMG et de son extrapolation, le prix de cession de 1 euro pour la société L'ENCHANTEUR implique, de la part de l'acquéreur, une exigence de rendement implicite égale à 24,75%. Ce taux élevé, en ligne avec les taux pratiqués par les investisseurs du secteur des sociétés de capital-risque, nous semble refléter le niveau de risque qui sera supporté par l'acquéreur. Il est par ailleurs cohérent avec le contexte d'activité significativement dégradée depuis la perte du contrat de prestations de services qui liait les sociétés L'ENCHANTEUR et GFM.

Le tableau ci-après présente la valeur de la société L'ENCHANTEUR sur la base des paramètres retenus ainsi que la sensibilité de cette valeur à l'évolution du taux d'actualisation et du taux de croissance à l'infini :

(k€)		Taux d'actualisation				
		19,75%	22,25%	24,75%	27,25%	29,75%
Taux de croissance à l'infini	1,0%	139	57	-3	-45	-76
	1,5%	146	61	0	-43	-74
	2,0%	152	65	3	-41	-73
	2,5%	159	69	6	-39	-72
	3,0%	167	74	9	-37	-70

13.2. REFERENCE AUX CAPITAUX PROPRES ESTIMES 2011 DANS UN CADRE DE CONTINUITE D'EXPLOITATION

13.2.1. Principe de détermination des capitaux propres à fin 2011

Les capitaux propres au 31 décembre 2010 tels qu'ils apparaissent dans la liasse fiscale de la société L'ENCHANTEUR au 31 décembre 2010 ne prennent pas en compte l'impact lié à la fin du contrat de prestations de services qui liait la société L'ENCHANTEUR à la société GFM (dénoncé dans un courrier en date du 24 juin 2011), prenant effet le 1^{er} janvier 2012. En conséquence, afin de tenir compte de cette nouvelle situation, nous avons estimé la valeur des capitaux propres à fin décembre 2011.

Le montant des capitaux propres au 31 décembre 2011 tient compte des éléments suivants :

- le résultat net estimé 2011 intégrant les frais de restructuration anticipés ; et
- le montant de la dotation pour dépréciation du fonds de commerce de la société L'ENCHANTEUR.

Afin d'apprécier le montant de la dotation pour dépréciation du fonds de commerce de la société L'ENCHANTEUR, nous avons mis en œuvre un test de dépréciation qui compare la valeur d'utilité de la société L'ENCHANTEUR à sa valeur économique et s'appuie sur le business plan de la société L'ENCHANTEUR dans un cadre de continuité de l'exploitation.

13.2.2. Capitaux propres estimés au 31 décembre 2011

Le tableau ci-dessous présente les capitaux propres estimés au 31 décembre 2011 :

Tableau de passage des capitaux propres (k€)	
Capitaux propres au 31/12/2010 ¹	2 769
Dépréciation du fonds de commerce ²	-1 927
Résultat net estimé 2011	-614
Capitaux propres estimés au 31/12/2011	228

¹ Liasse fiscale de la société L'ENCHANTEUR au 31/12/2010

² Montant résultant du test de dépréciation appliqué au fonds de commerce de la société L'ENCHANTEUR égal à 2 143 k€ au 31/12/2010

Le montant des capitaux propres de la société L'ENCHANTEUR ressort à 228 k€ au 31 décembre 2011 selon nos calculs. Il convient de rappeler que ce montant, par construction, n'intègre pas les pertes

anticipées 2012 et 2013. L'évolution du montant des capitaux propres entre 2010 et 2011, de 2,769 millions d'euros à 0,228 million d'euros, en forte baisse, traduit par ailleurs la nouvelle réalité de l'activité opérationnelle qui apparaît significativement dégradée.

13.2.3. Analyse de sensibilité

Le tableau ci-dessous présente la sensibilité du montant des capitaux propres estimés à fin décembre 2011 au taux d'actualisation¹⁵ appliqué dans le cadre du test de dépréciation du fonds de commerce de la société L'ENCHANTEUR :

Tableau de passage des capitaux propres (k€)			
Taux d'actualisation appliqué au test de dépréciation	10%	11%	12%
Capitaux propres au 31/12/2010 ¹	2 769	2 769	2 769
Dépréciation du fonds de commerce ²	-1 725	-1 927	-2 088
Résultat net estimé 2011	-614	-614	-614
Capitaux propres estimés au 31/12/2011	430	228	67

¹ Liasse fiscale de la société L'ENCHANTEUR au 31/12/2010

² Montant résultant du test de dépréciation appliqué au fonds de commerce L'ENCHANTEUR s'élevant à 2 143 k€ au 31/12/2010

13.3. REFERENCE AUX CAPITAUX PROPRES ESTIMES 2011 EN CAS D'ARRET D'ACTIVITE

13.3.1. Principe de détermination des capitaux propres à fin 2011

Afin d'apprécier la valeur de la société L'ENCHANTEUR, nous avons estimé le montant des capitaux propres à fin décembre 2011 en nous plaçant dans l'hypothèse d'un arrêt de l'activité (approche de valorisation liquidative).

Tableau de passage des capitaux propres (k€)	
Capitaux propres au 31/12/2010 ¹	2 769
Dépréciation du fonds de commerce ²	-1 927
Résultat net estimé 2011 ³	-959
Capitaux propres estimés au 31/12/2011	-117

¹ Liasse fiscale de la société L'ENCHANTEUR au 31/12/2010

² Montant résultant du test de dépréciation appliqué au fonds de commerce de la société L'ENCHANTEUR égal à 2 143 k€ au 31/12/2010

³ Y compris impact des coûts de liquidation (1 162 k€)

Sur la base d'un résultat net estimé 2011 égal à 959 k€, y compris impact des coûts de liquidation estimés à 1,162 million d'euros, le montant des capitaux propres au 31 décembre 2011 ressortirait à -117 k€ et la trésorerie nette à -577 k€. Ces éléments montrent que l'arrêt de l'activité à un horizon de quelques mois ne permettrait donc pas de dégager de boni de liquidation à son propriétaire.

¹⁵ Le taux d'actualisation utilisé pour les besoins du test de dépréciation du fonds de commerce de la société L'ENCHANTEUR, soit 11%, correspond à celui retenu par la société TMG dans le cadre du test de dépréciation des titres L'ENCHANTEUR inscrits au bilan de la société TMG.

13.3.2. Analyse de sensibilité

Le tableau ci-dessous présente la sensibilité du montant des capitaux propres estimés à fin décembre 2011 au taux d'actualisation appliqué dans le cadre du test de dépréciation du fonds de commerce de la société L'ENCHANTEUR :

Tableau de passage des capitaux propres (k€)			
Taux d'actualisation appliqué au test de dépréciation	10%	11%	12%
Capitaux propres au 31/12/2010 ¹	2 769	2 769	2 769
Dépréciation du fonds de commerce ²	-1 725	-1 927	-2 088
Résultat net estimé 2011 ³	-959	-959	-959
Capitaux propres estimés au 31/12/2011	85	-117	-278

¹ Liasse fiscale de la société L'ENCHANTEUR au 31/12/2010

² Montant résultant du test de dépréciation appliqué au fonds de commerce L'ENCHANTEUR s'élevant à 2 143 k€ au 31/12/2010

³ Y compris impact des coûts de liquidation (1 162 k€)

13.4. AUTRES ELEMENTS D'APPRECIATION

13.4.1. Référence au mandat de cession du 12 mai 2011

La société L'ENCHANTEUR a été créée suite à la fusion des activités de communication de la société TMG (hors activité des centres d'appels) avec la société L'ENCHANTEUR DES NOUVEAUX MEDIAS acquise en novembre 2007.

Lors de sa première année d'exploitation en 2008, la société L'ENCHANTEUR a réalisé un chiffre d'affaires de 8,489 millions d'euros pour un résultat d'exploitation de 0,226 millions d'euros et un résultat net de 0,124 million d'euros. L'agence a évolué depuis dans un contexte de fragilité structurelle qui n'a cessé de se dégrader, son volume d'activité passant d'un chiffre d'affaires de 8,170 millions d'euros en 2009 à un chiffre d'affaires estimé à 4,660 millions d'euros à fin décembre 2011. Cette dégradation qui s'accélère s'accompagne de pertes d'exploitation et de pertes nettes continues depuis l'exercice 2009.

Compte tenu de cette fragilité structurelle et du manque de synergies existant entre les deux activités (centres d'appels et communication), la décision a été prise par le Conseil d'administration de la société TMG du 21 avril 2011 de se séparer de la société L'ENCHANTEUR. Un mandat de cession a donc été confié le 12 mai 2011 à la société TWINL afin de rechercher un acquéreur.

Depuis cette date, la société TWINL, malgré de sérieuses recherches (préparation et envoi d'un dossier de présentation à des cibles possibles), n'a pu trouver aucun acquéreur potentiel, et ce, d'autant plus que la société L'ENCHANTEUR a perdu entre temps son client le plus important (GFM), rendant impossible toute cession à ce jour.

13.4.2. Risques de déséquilibres financiers à court terme

L'analyse de l'activité historique montre qu'à l'exception de l'année 2008, durant laquelle la société TMG a fait apport à la société L'ENCHANTEUR DES NOUVEAUX MEDIAS (renommée L'ENCHANTEUR consécutivement à l'opération d'apport) de tous ses actifs et passifs liés à l'exploitation de la branche complète d'activité marketing communication, la société L'ENCHANTEUR a toujours réalisé des pertes.

Depuis la perte du contrat de prestations de services GFM, cette situation s'est considérablement dégradée obligeant le management de la société TMG à mettre en œuvre un plan de restructuration dans

la perspective d'un retour à l'équilibre à la fin de l'année 2014. Le management de la société TMG a établi la situation de la société L'ENCHANTEUR à fin décembre 2011 en tenant compte de ce nouveau contexte. Cette situation, qui a été établie en prenant l'hypothèse que la société L'ENCHANTEUR reste au sein du groupe d'intégration fiscale TMG¹⁶ et bénéficie donc du crédit d'impôt attaché à la perte estimée 2011, fait ressortir une trésorerie négative à hauteur de 27 k€ mettant en évidence une situation de déséquilibre financier dès fin 2011, la trésorerie positive d'un montant de 919 k€ au 1^{er} janvier 2011 ayant été totalement consommée au cours de l'année 2011.

Il convient de noter que, dans le cas de figure où la société L'ENCHANTEUR serait cédée et ne bénéficierait plus du crédit d'impôt attaché à la perte estimée 2011, la trésorerie estimée à fin 2011 s'élèverait à -232 milliers d'euros (trésorerie négative). Cette hypothèse, avérée depuis le 22 décembre 2011, date à laquelle la société L'ENCHANTEUR a été cédée pour un euro symbolique à Monsieur Marc Gladysz préalablement à l'opération précitée, obligera très probablement ce dernier à un apport de trésorerie (sous la forme d'une augmentation de capital ou d'un apport en compte courant) ou à garantir un découvert bancaire, et ce, afin de permettre la poursuite de l'activité de la société L'ENCHANTEUR dans le cadre du plan de redressement envisagé.

Les éléments visés ci-avant, qui mettent en évidence une impasse de trésorerie à court terme, sont de nature à conforter le prix de cession envisagé pour la société L'ENCHANTEUR égal à 1 euro, et ce, d'autant plus que le mandat de cession de la société L'ENCHANTEUR confié à la société TWINL le 12 mai 2011 n'a pas permis de trouver d'acquéreur potentiel.

13.4.3. Risques liés au portefeuille de clients

Le 24 juin 2011, la société GFM, le premier client de la société L'ENCHANTEUR a dénoncé le contrat de prestations de services qui le liait à cette dernière depuis le 2 mars 2002, avec une fin de contrat au 31 décembre 2011, soit à l'issue d'un préavis d'une durée de 6 mois. La perte de ce contrat, compte tenu de son importance (près de la moitié du volume d'activité de la société L'ENCHANTEUR) provoquera une baisse d'activité dès le début d'année 2012 avec pour conséquence d'importantes difficultés économiques.

La perte de ce contrat a également pour corollaire de réduire de façon importante le portefeuille de clients de la société L'ENCHANTEUR, ceux restant en portefeuille correspondant en effet à des clients majoritairement non récurrents (l'attrition du portefeuille de clients de l'activité Internet est d'environ 60% par an). Le risque attaché au portefeuille de clients résiduels, de moindre qualité que GFM, est de nature à accroître significativement les incertitudes sur les bénéfices futurs alors même que les dépenses d'exploitation sont quasi-certaines.

13.5. SYNTHÈSE

Nous avons évalué la valeur de la société L'ENCHANTEUR selon les différentes méthodes suivantes : l'actualisation des flux de trésorerie disponible, la référence aux capitaux propres estimés 2011 en cas de continuité de l'exploitation (mise en œuvre d'un plan de redressement) et la référence aux capitaux propres estimés 2011 en cas d'arrêt d'activité (approche liquidative). Après mise en œuvre des différentes approches, la valeur de société L'ENCHANTEUR ressort dans une fourchette comprise entre -96 k€ et 222 k€.

¹⁶ La société TMG s'est constituée seule redevable de l'impôt sur les sociétés dans le cadre des dispositions du régime d'intégration fiscale défini à l'article 223 A du Code Général des Impôts. Ce régime, qui a pris effet à compter du 1^{er} janvier 2005, intègre en particulier la société L'ENCHANTEUR depuis le 1^{er} janvier 2008.

En milliers d'euros

Valorisation de la société L'ENCHANTEUR	<i>Minimum</i>	<i>Maximum</i>
Actualisation des flux de trésorerie disponible	-76	152
Capitaux propres estimés au 31 décembre 2011		
en cas de continuité de l'exploitation	67	430
en cas d'arrêt d'activité	-278	85
Moyenne	-96	222

13.6. CONCLUSION

Il ressort des éléments précités que la valeur de la société L'ENCHANTEUR est très faible voire négative. Sur ces bases, nous avons retenu une valeur des capitaux propres égale à 1 euro, intermédiaire entre -96 k€ et 222 k€, de nature à refléter les fortes incertitudes qui pèsent sur la poursuite de son activité.

La valeur retenue, soit 1 euro, est confortée par ailleurs par les différents éléments qualitatifs suivants :

- l'absence d'acquéreur potentiel pour la reprise de la société L'ENCHANTEUR (cf. §.13.4.1) ;
- la situation d'impasse de trésorerie anticipée à court terme (cf. §.13.4.2) ; et
- la fragilité du portefeuille de clients depuis la perte du contrat de prestations de services GFM (cf. §.13.4.3).

Par ailleurs, compte tenu des poids relatifs très faibles (-0,64% et 1,48%) que représentent les valeurs issues de la fourchette précitée par rapport à la valeur de la société TMG (15 millions d'euros), la cession de la société L'ENCHANTEUR n'est pas susceptible de porter atteinte aux intérêts des actionnaires minoritaires.

En conséquence, le prix de cession de la société L'ENCHANTEUR, égal à 1 euro, est équitable du point de vue des actionnaires minoritaires de la société TMG.

14. ANALYSE DU TRAVAIL D'EVALUATION REALISE PAR LA SOCIETE EUROLAND FINANCE

La société EUROLAND FINANCE, établissement conseil de la société TMG, nous a transmis son rapport d'évaluation détaillé. L'objet de cette partie consiste à relever les écarts avec notre propre travail de valorisation.

De manière générale, les méthodes et les références d'évaluation retenues sont identiques. Nous avons néanmoins relevé les différences mineures suivantes :

- 1) S'agissant de la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponible, nous avons relevé les différences principales suivantes :
 - a. La société EUROLAND FINANCE a calculé le taux d'actualisation sur la base d'un taux sans risque égal à 3,48%, un bêta de 0,84, une prime de risque de marché de 7,10% et une prime de risque spécifique de 4,40% pour aboutir à un taux de 13,14% tandis que nous avons retenu un taux sans risque de 2,79%, un bêta de 1,16, une prime de risque de marché de 6,50% et ajouté une prime de risque spécifique de 2,50%. Le taux d'actualisation que nous obtenons *in fine*, égal à 12,84%, reste proche de celui retenu par la société EUROLAND FINANCE (13,14%) malgré les différences relevées quant à ses composants.
 - b. S'agissant du calcul de la valeur terminale, la société EUROLAND FINANCE a retenu un taux de croissance à l'infini de 2,0% tandis que nous l'avons fixé à 1,5%.
- 2) Nous avons raisonné sur la base d'un nombre d'actions égal à 2 953 426 actions au 30 juin 2011, calculé sous déduction de 21 853 actions auto-détenues, alors que la société EUROLAND FINANCE a raisonné sur la base d'un nombre d'actions égal à 2 975 279, avant déduction des actions auto-détenues précitées.

15. ATTESTATION SUR LE CARACTERE EQUITABLE DU PRIX OFFERT

Nous avons évalué la valeur de la société TMG selon les différentes méthodes suivantes : l'actualisation des flux de trésorerie disponible, la référence au cours de bourse, les références aux transactions récentes sur le capital de la société et les multiples de comparables boursiers.

Selon la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponible, la valeur de la société TMG ressort à 13,94 millions d'euros, soit une valeur par action égale à 4,72 euros. Le prix d'offre de 5,04 euros par action TMG offre une prime de 6,8% par rapport à la valeur résultant de la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponible.

Selon la référence au cours de bourse du 8 novembre 2011, la valeur de la société TMG ressort à 8,3 millions d'euros, soit une valeur par action égale à 2,80 euros. Le prix d'offre de 5,04 euros par action TMG offre une prime de 80,0% par rapport à la référence au cours de bourse du 8 novembre 2011.

Selon la référence au cours moyen pondéré par les volumes 6 mois, la valeur de la société TMG ressort à 8,3 millions d'euros, soit une valeur par action égale à 2,80 euros. Le prix d'offre de 5,04 euros par action TMG offre une prime de 80,2% par rapport à la référence au cours moyen pondéré par les volumes 6 mois.

Selon la référence au prix de l'offre de rachat d'actions TMG d'avril 2011, la valeur de la société TMG ressort à 8,9 millions d'euros, soit une valeur par action égale à 3 euros. Le prix d'offre de 5,04 euros par action TMG offre une prime de 68,0% par rapport au prix de l'offre de rachat d'actions TMG d'avril

2011.

Selon la référence au prix de cession du Bloc de Contrôle de la société TMG du 23 décembre 2011, la valeur de la société TMG ressort à 15,0 millions d'euros, soit une valeur par action TMG est égale à 5,04 euros. Le prix d'offre de 5,04 euros par action TMG ne fait ressortir ni prime, ni décote par rapport au prix de cession du Bloc de Contrôle de la société TMG du 23 décembre 2011.

Selon la méthode des comparables boursiers, sur la base des multiples de chiffre d'affaires, la valeur de la société TMG ressort à 11,8 millions d'euros, soit une valeur par action égale à 3,99 euros. Le prix d'offre de 5,04 euros par action TMG offre une prime de 26,4% par rapport à la valeur résultant de la méthode des multiples de chiffre d'affaires.

Selon la méthode des comparables boursiers, sur la base des multiples d'EBITDA, la valeur de la société TMG ressort à 9,2 millions d'euros, soit une valeur par action égale à 3,10 euros. Le prix d'offre de 5,04 euros par action TMG offre une prime de 62,5% par rapport à la valeur résultant de la méthode des multiples d'EBITDA.

Selon la méthode des comparables boursiers, sur la base des multiples d'EBIT, la valeur de la société TMG ressort à 11,9 millions d'euros, soit une valeur par action égale à 4,02 euros. Le prix d'offre de 5,04 euros par action TMG offre une prime de 25,5% par rapport à la valeur résultant de la méthode des multiples d'EBIT.

Selon la méthode des comparables boursiers, sur la base des multiples de résultat net, la valeur de la société TMG ressort à 9,6 millions d'euros, soit une valeur par action égale à 3,25 euros. Le prix d'offre de 5,04 euros par action TMG offre une prime de 55,2% par rapport à la valeur résultant de la méthode des multiples de résultat net.

La présente Offre permet aux actionnaires minoritaires qui le souhaiteraient de bénéficier d'une liquidité immédiate, et ce, à un prix offert égal au prix unitaire d'acquisition du Bloc de Contrôle, privilégiant ainsi une égalité de traitement entre les Cédants et les actionnaires minoritaires de la société TMG, ces derniers ayant ainsi l'opportunité de céder leurs actions TMG aux mêmes conditions, tout en offrant une prime significative par rapport au cours de bourse.

Le prix de 5,04 euros par action TMG proposé pour l'Offre envisagée, en ce inclus la procédure de Retrait Obligatoire susceptible d'être mise en œuvre, est équitable pour les actionnaires minoritaires.

Fait à Paris, le 16 janvier 2012

PAPER AUDIT & CONSEIL

Xavier PAPER

V. ACCORDS POUVANT AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE PUBLIQUE

V.1. Complément de prix éventuel

Le Contrat d'Acquisition du 23 décembre 2011 prévoit que le prix de cession de 5,04 euros par action The Marketinggroup, pourra le cas échéant être augmenté d'un complément de prix calculé sur la base de la trésorerie nette de la Société et de ses deux filiales, Phone Marketing Méditerranée et de Phone Marketing Rhône-Alpes, au 31 décembre 2011 (le « **Complément de Prix** »).

Cette trésorerie nette sera déterminée sur la base des comptes sociaux au 31 décembre 2011 de la Société, de Phone Marketing Méditerranée et de Phone Marketing Rhône-Alpes tels qu'arrêtés par les organes compétents des trois sociétés concernées et certifiés par les commissaires aux comptes de chaque société et sera égale au montant de la différence entre :

- d'une part, la trésorerie disponible comptabilisée à l'actif du bilan ; et
- d'autre part, les emprunts bancaires, les emprunts liés aux crédit-baux retraités pour les besoins des comptes consolidés, l'avance de trésorerie de l'affacturage déduction faite du montant en fonds de garantie affacturage et les provisions comptabilisées pour licenciement.

Ce montant de trésorerie nette sera ajusté à la hausse ou à la baisse d'un niveau normatif du Besoin en Fonds de Roulement, (« **BFR** »), calculé sur les données comptables mensuelles des douze derniers mois de la Société, de Phone Marketing Méditerranée et Phone Marketing Rhône-Alpes.

Le Complément de Prix sera égal à ce montant de trésorerie nette ainsi ajusté, s'il est positif. Il sera versé aux Cédants au plus tard le 29 juin 2012. Les actionnaires minoritaires apportant leurs actions à la procédure de semi-centralisation dans le cadre de l'Offre, ou indemnisés dans le cadre du retrait obligatoire, pourront également en bénéficier.

a) Titulaires du droit au Complément de Prix par Action

Seuls (i) les actionnaires de la Société qui auront apporté leurs titres à l'Offre dans le cadre de la procédure semi-centralisée et (ii) les actionnaires indemnisés dans le cadre de l'éventuel retrait obligatoire consécutif à l'Offre, auront droit au Complément de Prix par Action, étant précisé que ce droit ne sera pas cessible. Les actionnaires n'ayant pas apporté leurs titres à l'Offre ou ceux ayant apporté leurs titres à l'Offre par cession sur le marché n'auront pas droit au Complément de Prix par Action.

b) Montant du Complément de Prix par Action

Le montant du Complément de Prix par Action qui sera, le cas échéant, versé aux actionnaires de la Société qui auront apporté leurs titres à l'Offre dans le cadre de la procédure semi-centralisée ou du retrait obligatoire sera égal au montant par action du Complément de Prix par action dû aux Cédants dans le cadre de la cession du Bloc de Contrôle

Le Complément de Prix sera réparti, au prorata de leur pourcentage de détention au capital de la Société, entre les Cédants, les titulaires d'actions gratuites et les actionnaires apportant leurs actions dans le cadre de la semi-centralisation ainsi que ceux transférant leurs actions dans le cadre du retrait obligatoire.

c) Conditions du paiement du Complément de Prix par Action

L'Initiateur ne sera tenu de verser le Complément de Prix par Action que si la trésorerie nette s'avère être une somme positive et que l'Initiateur a effectivement versé le Complément de Prix aux Cédants.

d) Modalités de paiement du Complément de Prix par Action

En cas de versement aux Cédants du Complément de Prix, l'Initiateur en informera les actionnaires de la Société (i) qui auront apporté leurs titres à l'Offre dans le cadre de la procédure semi-centralisée, ou (ii) dont les actions auront fait l'objet, le cas échéant, d'un retrait obligatoire, par voie d'un avis financier qui sera publié dans les 30 jours ouvrés à compter de la date à laquelle le Complément de Prix aura été effectivement payé aux Cédants. Cet avis financier fera connaître la date à laquelle le Complément de Prix par Action sera versé par Banque Delubac & Cie auxdits actionnaires, selon les modalités décrites ci-après.

Banque Delubac & Cie agira en tant qu'agent centralisateur pour la gestion et le paiement du Complément de Prix par Action éventuel et procédera, le cas échéant, au paiement du Complément de Prix par Action pour le compte de l'Initiateur, qui fera l'objet d'un paiement différé 30 jours ouvrés après le paiement du Complément de Prix aux Cédants, et au plus tard le 1^{er} septembre 2012 dans les conditions décrites ci-après.

Banque Delubac & Cie attribuera aux intermédiaires financiers, pour compte de leurs clients ayant apporté des actions dans le cadre de l'Offre semi-centralisée ou dont les actions auront fait l'objet, le cas échéant, d'un retrait obligatoire, des droits à complément de prix (les « **Droits à Complément de Prix** »). Les intermédiaires financiers créditeront le compte de leurs clients d'un Droit à Complément de Prix pour chaque action apportée dans le cadre de l'Offre semi-centralisée et pour chaque action ayant fait l'objet du retrait obligatoire.

Les Droits à Complément de Prix seront admis aux opérations d'Euroclear France. Les Droits à Complément de Prix sont des droits de créance non cessibles et non admis aux négociations, transférables dans des cas limités (tels que succession ou donation).

En cas de versement aux Cédants du Complément de Prix, Banque Delubac & Cie agissant pour le compte de l'Initiateur, versera le Complément de Prix par Action considéré aux intermédiaires teneurs de compte des titulaires des Droits à Complément de Prix dans les meilleurs délais conformément aux modalités qui seront décrites dans une note circulaire adressée par Banque Delubac & Cie à ses intermédiaires financiers. Banque Delubac & Cie conservera les fonds non affectés correspondant aux montants non réclamés par les titulaires de Droits à Complément de Prix et tiendra ces fonds à leur disposition et à celle de leurs ayants droit pendant une période de vingt ans suivant le paiement du Complément de Prix par Action, puis les versera à la Caisse des Dépôts et Consignations qui les conservera pendant un délai de dix ans. Ces fonds ne porteront pas intérêt.

V.2. Contrat d'Acquisition et Promesses

Contrat d'Acquisition :

Le Contrat d'Acquisition du Bloc de Contrôle fait l'objet d'une description à la section I. de la présente note.

Promesses portant sur les actions gratuites émises et à émettre :

Le 23 décembre 2011, Intelcia France a conclu avec tous les titulaires d'actions gratuites de la Société visés à la section I., aux mêmes conditions financières que celles du Contrat d'Acquisition, des contrats de promesses croisées ayant pour principal objet d'octroyer une promesse de vente à l'Initiateur et une promesse d'achat à chaque titulaire d'actions gratuites, portant sur la totalité de ces actions, à l'issue de leur période d'indisponibilité fiscale et sociale.

La promesse de vente sera ainsi exerçable par Intelcia France, pour la catégorie d'actions gratuites concernée, à compter du lendemain du jour de l'expiration de la période de conservation applicable et ce pendant quinze jours. La promesse d'achat sera quant à elle exerçable par chaque titulaire d'actions gratuites, pendant quinze jours à compter du lendemain du jour de l'expiration du délai d'exercice de la promesse de vente applicable.

Il est précisé que l'initiateur a l'intention d'acquérir 100% du capital et des droits de vote de la société The Marketinggroup.

Engagements d'apports à l'Offre

Par un acte en date du 27 décembre 2011, Messieurs Bernard Le Kiem, Gary Le Kiem, François Béguigne et Jean-Claude Dassier ainsi que Madame Maryse Le Kiem se sont engagés envers Intelcia France a apporté à l'Offre la totalité de leurs actions, soit 55 060 actions (représentant au total 1,98% du capital et 2,19% des droits de vote de The Marketinggroup à cette date) au prix de l'Offre.

V.3. Cession préalable de la filiale L'Enchanteur

La cession préalable de la société « L'Enchanteur », agence de conseil en communication, filiale détenue à 100% par la Société (chiffre d'affaires 2010 : 5,87 M€, résultat d'exploitation 2010 : -221 K€), était une condition posée par Intelcia France au rapprochement des deux groupes. Il est en effet rappelé que cette activité fortement déficitaire n'apparaît pas compatible avec le projet industriel du nouvel ensemble axé sur le télé-marketing.

Intelcia France a pris acte que l'intégralité des actions composant le capital de L'Enchanteur a été cédée, pour un prix symbolique de 1 euro, à Monsieur Marc GLADYSZ le 22 décembre 2011.

Il convient de noter que dans la perspective de la cession de l'Enchanteur le cabinet Paper Audit & Conseil a été nommé le 24 octobre 2011 pour réaliser l'évaluation de la Filiale L'Enchanteur. Son rapport d'évaluation a été rendu en date du 24 novembre 2011.

Conformément aux dispositions de l'article 261-1, I et II du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers, The Marketingroup a désigné, le 27 décembre 2011, le cabinet PAPER AUDIT & Conseil en qualité d'évaluateur de cette filiale et que celui-ci a notamment confirmé que la cession de L'Enchanteur dans les conditions exposées ci-dessus n'est pas de nature à léser les actionnaires minoritaires de The Marketingroup. Ses conclusions sont mentionnées dans le rapport figurant en section IV de la présente note en réponse.

Cette cession a été autorisée par le conseil d'administration de la Société le 12 décembre 2011, après examen du rapport sur la valorisation cité ci-dessus. Le comité d'entreprise de la Société et les délégués du personnel de L'Enchanteur ont donné un avis favorable à cette cession, respectivement les 15 novembre et 9 novembre 2011.

A l'exception de ces accords, THE MARKETINGROUP n'est partie ou n'a connaissance d'aucun accord pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

VI. ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'ISSUE DE L'OFFRE PUBLIQUE

VI.1. Structure du capital

Au 23 décembre 2011, le capital et les droits de vote de THE MARKETINGROUP étaient répartis comme suit :

Actionnaire	Nb de titres	% du capital	Nb de Droits de vote	% des droits de votes
Intelcia France	2 534 005	91,31%	2 534 005	90,21%
Flottant	218 880	7,89%	252 476	8,99%
Auto-détention	22 394	0,81%	22 394	0,80%
Total Général	2 775 279	100%	2 808 875	100%

VI.2. Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions

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

VI.3. Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissements de seuils

Le 23 décembre 2011, par suite de l'acquisition d'un bloc d'actions de la société THE MARKETINGROUP, la société INTELZIA FRANCE a déclaré avoir franchi en hausse le seuil de 90 % du capital et des droits de vote de la société THE MARKETINGROUP et détenir directement 2.534.005 actions et 2.534.005 droits de vote THE MARKETINGROUP représentant 91,31% du capital et 90,21% des droits de vote de la société.

VI.4. Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux

Les statuts de la Société prévoient l'attribution d'un droit de vote double à toutes les actions nominatives et entièrement libérées, inscrites au nom du même titulaire depuis deux ans au moins. Aucun autre titre émis par la Société ne comporte de droit de contrôle spécial.

VI.5. Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel

La Société n'a pas mis en place de système d'actionnariat du personnel dans lequel les droits de contrôle ne sont pas exercés par le personnel.

VI.6. Accords entre actionnaires

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

VI.7. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts

Le Conseil d'administration de la Société est composé de trois membres au moins et de douze membres au plus nommés dans les conditions prévues par la loi et les statuts. La durée des fonctions des administrateurs est de six années. Leurs fonctions prennent fin à l'issue de la réunion de l'assemblée générale ordinaire annuelle ayant statué sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire le mandat dudit administrateur. Les administrateurs sont toujours rééligibles sous réserve des dispositions légales. Chaque administrateur doit être propriétaire, pendant toute la durée de ses fonctions, d'au moins une action de la Société.

VI.8. Pouvoirs du Conseil d'administration en matière d'émission et de rachat d'actions

L'assemblée générale extraordinaire est seule compétente pour décider une augmentation de capital. Elle peut déléguer au Conseil d'administration les pouvoirs nécessaires à l'effet de réaliser, dans le délai légal, l'augmentation de capital en une ou plusieurs fois, d'en fixer les modalités, d'en constater la réalisation et de procéder à la modification corrélative des statuts.

Outre les pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi et les statuts, le Conseil d'administration de la Société dispose des délégations de compétence et de pouvoirs suivantes, conférées par l'assemblée générale des actionnaires de la Société du 18 février 2011 :

Délégation de compétence au conseil d'administration à l'effet de décider d'augmenter le capital de la société, par émission, avec suppression du droit préférentiel de souscription, d'actions réservées aux salariés dans le cadre de l'émission d'actions gratuites dans la limite d'un plafond global de 10% du capital de la société

Autorisation au conseil d'administration pour consentir des attributions gratuites d'actions ordinaires dans la limite d'un plafond global de 10% du capital de la société

A ce jour, la Société détient 22 394 de ses propres actions.

VI.9. Accords conclus par la Société, modifiés ou prenant fin en cas de changement de contrôle de la Société

Aucun accord n'est modifié ou ne prend fin en cas de changement de contrôle de la Société.

VII. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Les membres suivant du Conseil d'administration de la Société ont cédé l'ensemble de leurs actions dans le cadre de la cession du Bloc de Contrôle intervenue en date du 23 décembre 2011 :

- Monsieur Marc GLADYSZ : Président du conseil d'administration et directeur général
- Madame Emilie LEVY : Administrateur
- Monsieur Arnaud DASSIER : Administrateur

Par un acte en date du 27 décembre 2011, Monsieur Bernard LE KIEM, administrateur, s'est engagé envers Intelcia France à apporter à l'Offre la totalité de ses actions, soit 29 240 actions (représentant au total 1,05% du capital et 1,22% des droits de vote de The Marketinggroup à cette date) au prix de l'Offre.

Monsieur Pierre JABOULEY, administrateur, ne détient aucune action The Marketinggroup.

Enfin, Monsieur Didier BRIET, administrateur, détient actuellement 5 200 actions émises dans le cadre de plan d'attribution d'actions gratuites. Ces actions ont fait l'objet de promesses de vente et d'achat croisées avec Intelcia France (cf. V.2) et ne seront donc pas apportées à l'Offre.

VIII. OBSERVATIONS DU COMITE D'ENTREPRISE ET/OU DES MEMBRES DU PERSONNEL

Néant.

IX. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN RÉPONSE

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

Le 31 janvier 2012

Monsieur Marc GLADYSZ
Président du Conseil d'administration de la Société THE MARKETINGROUP