

NOTE D'INFORMATION

PRÉPARÉE PAR



EN RÉPONSE A L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE

initiée par la société

Financière Adverline SAS

présentée par

CM=CIC Securities



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 (l'"AMF ") a apposé le visa n°12-492 en date du 16 octobre 2012 sur la présente note d'information en réponse. Cette note d'information en réponse a été établie par la société Adverline 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 l'approbation de l'opportunité de l'opération, ni l'authentification des éléments comptables et financiers présentés.

AVERTISSEMENT IMPORTANT

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

Des exemplaires du présent projet de note en réponse sont disponibles sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la société Adverline (www.adverline.com)

ADVERLINE

5, rue de la Terrasse
75017 PARIS

A l'attention de Monsieur Charles Costa de Beauregard

Conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la société Adverline seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique d'achat simplifiée, selon les modalités indiquées ci-dessus.

SOMMAIRE

1	PRÉSENTATION DE L'OFFRE	3
1.1	PRINCIPE DE L'OFFRE.....	3
1.2	MODALITÉS D'ACQUISITION DU BLOC DE CONTRÔLE PAR FINANCIÈRE ADVERLINE	5
1.3	DÉCLARATIONS DE FRANCHISSEMENTS DE SEUILS.....	9
1.4	RÉPARTITION ACTUELLE DU CAPITAL SOCIAL D'ADVERLINE	9
1.5	CONTEXTE JURIDIQUE	12
2	AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION	13
3	AVIS DE L'EXPERT INDÉPENDANT	15
3.1	NOMINATION DE L'EXPERT INDÉPENDANT	15
3.2	ATTESTATION D'ÉQUITÉ DU CABINET SORGEM EVALUATION	16
3.3	ANNEXES A L'ATTESTATION D'ÉQUITÉ DU CABINET SORGEM EVALUATION.....	50
3.4	ADDENDUM A L'ATTESTATION D'ÉQUITÉ DU CABINET SORGEM EVALUATION	53
4	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INFLUENCE SIGNIFICATIVE SUR L'OFFRE	55
4.1	PACTE D'ASSOCIES	55
4.2	CONVENTION DE GARANTIE	58
4.3	CONTRATS DE LIQUIDITÉ AVEC LES BÉNÉFICIAIRES D' ACTIONS GRATUITES EN PÉRIODE DE CONSERVATION ET/OU D'ACQUISITION	58
4.4	ACCORDS AUXQUELS ADVELINE EST PARTIE.....	59
4.5	ACCORDS DONT ADVERLINE A CONNAISSANCE	60
5	INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIÉTÉ.....	60
5.1	STRUCTURE DU CAPITAL.....	60
5.2	PARTICIPATION DIRECTES OU INDIRECTES AU SEIN DU CAPITAL DE LA SOCIÉTÉ AYANT FAIT L'OBJET D'UNE DÉCLARATION DE FRANCHISSEMENT DE SEUIL OU D'UNE DÉCLARATION.....	61
5.3	RESTRICTIONS A L'EXERCICE DU DROIT DE VOTE ET AUX TRANSFERTS D' ACTIONS.....	61
5.4	LISTE DES DÉTENTEURS DE TOUT TITRE COMPORTANT DES DROITS DE CONTRÔLE SPÉCIAUX ET DESCRIPTION DE CEUX-CI.....	61
5.5	MÉCANISMES DE CONTRÔLE PRÉVUS DANS UN ÉVENTUEL SYSTÈME D'ACTIONNARIAT DU PERSONNEL, QUAND LES DROITS DE CONTRÔLE NE SONT PAS EXERCÉS PAR CE DERNIER	62
5.6	ACCORDS CONCLUS PAR LA SOCIÉTÉ QUI SONT MODIFIÉS OU PRENNENT FIN EN CAS DE CHANGEMENT DE CONTROLE DE LA SOCIÉTÉ	62
5.7	RÈGLES APPLICABLES À LA NOMINATION ET AU REMPLACEMENT DES ADMINISTRATEURS AINSI QU'À LA MODIFICATION DES STATUTS DE LA SOCIÉTÉ.....	62
5.8	POUVOIRS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION, EN PARTICULIER POUR L'ÉMISSION OU LE RACHAT D' ACTIONS.....	63
5.9	ACCORDS PRÉVOYANT DES INDEMNITÉS POUR LES ADMINISTRATEURS OU LES SALARIÉS, S'ILS DÉMISSIONNENT OU SONT LICENCIÉS SANS CAUSE RÉELLE ET SÉRIEUSE OU SI LEUR EMPLOI PREND FIN EN RAISON D'UNE OFFRE PUBLIQUE.....	65
6	INTENTIONS DES ADMINISTRATEURS ET DES DIRIGEANTS	66
7	INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ VISÉE PAR L'OFFRE	66
8	PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE	66

1 PRÉSENTATION DE L'OFFRE

1.1 PRINCIPE DE L'OFFRE

En application du titre III du livre II et, plus particulièrement, des articles 233-1, 2°, 234-2 et 235-2 du règlement général de l'AMF, la société Financière Adverline, société par actions simplifiée au capital de 32.283.603 euros, dont le siège social est situé 9 boulevard du Général de Gaulle – 92 120 Montrouge et immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 751 703 182 ("Financière Adverline" ou l'"Initiateur"), propose de manière irrévocable aux actionnaires de la société Adverline, société anonyme au capital de 1.413.717 euros dont le siège social est situé 5, rue de la Terrasse 75017 PARIS, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 428 723 266 ("Adverline" ou la "Société"), d'acquérir dans les conditions décrites ci-après (l'"Offre") la totalité des actions de la Société non détenues par l'Initiateur (à l'exclusion des actions de la Société visées en page 4 de la présente note en réponse) admises aux négociations sur le marché Alternext Paris de NYSE Euronext ("NYSE Euronext") sous le code ISIN FR 0004176337 mnémonique ALADV, émises ou susceptibles d'être émises et cédées jusqu'à la clôture de l'Offre (les "Actions"), à un prix de 8,59 euros par Action (le "Prix de l'Offre").

L'Offre fait suite à :

- l'apport par les associés fondateurs¹ d'Adverline (les "Associés Fondateurs") et les membres de leur famille² (les "Autres Apporteurs" et ensemble avec les Associés Fondateurs, le "Groupe Familial") à Financière Adverline, le 26 juin 2012, de l'intégralité des Actions Adverline qu'ils détenaient directement, soit 1.488.751 Actions Adverline, représentant à cette date 26,40 % du capital et 30,14 % des droits de vote d'Adverline (l' "Apport") ;
- l'apport par les Associés Fondateurs et leurs holdings personnels³, le 26 juin 2012, de l'intégralité des Actions Adverline qu'ils détenaient indirectement, par le biais de l'apport de l'intégralité des parts sociales de la société CKFD, société à responsabilité limitée au capital de 8.000 euros, dont le siège social est situé 4, rue Galvani, 75017 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés sous le numéro 449 350 529 RCS Paris ("CKFD"), soit 1.204.502 Actions Adverline, représentant à cette date 21,36 % du capital et 29,13 % des droits de vote (l' "Apport CKFD") ; et

¹ A savoir : (i) Monsieur Loïc Audren de Kerdrel, apportant 533.604 Actions Adverline, représentant à cette date 9,46 % du capital et 13,99 % des droits de vote, et (ii) Monsieur Charles Costa de Beauregard, apportant 275.995 Actions Adverline, représentant à cette date 4,89 % du capital et 7,24 % des droits de vote.

² A savoir : (i) Camila Audren de Kerdrel, apportant 105.386 actions Adverline, représentant à cette date 1,87 % du capital et 1,38 % des droits de vote, (ii) Francisco Ventura-Audren de Kerdrel, apportant 105.386 Actions Adverline, représentant à cette date 1,87 % du capital et 1,38 % des droits de vote, (iii) Joseph Costa de Beauregard, apportant la pleine propriété de 46.838 Actions Adverline, représentant à cette date 0,83 % du capital et 0,61 % des droits de vote et la nue-propriété de 46.838 actions Adverline, représentant à cette date 0,83 % du capital et 0,61 % des droits de vote, (iv) Marc Costa de Beauregard, apportant la pleine propriété de 46.838 Actions Adverline, représentant à cette date 0,83 % du capital et 0,61 % des droits de vote et la nue-propriété de 46.838 Actions Adverline, représentant à cette date 0,83 % du capital et 0,61 % des droits de vote, (v) Brune Costa de Beauregard, apportant la pleine propriété de 46.838 Actions Adverline, représentant à cette date 0,83 % du capital et 0,61 % des droits de vote et la nue-propriété de 46.838 Actions Adverline, représentant à cette date 0,83 % du capital et 0,61 % des droits de vote, (vi) Aimée Costa de Beauregard, apportant la pleine propriété de 46.838 Actions Adverline, représentant à cette date 0,83 % du capital et 0,61 % des droits de vote et la nue-propriété de 46.838 Actions Adverline, représentant à cette date 0,83 % du capital et 0,61 % des droits de vote, (vii) Violette Costa de Beauregard, apportant la pleine propriété de 46.838 Actions Adverline, représentant à cette date 0,83 % du capital et 0,61 % des droits de vote et la nue-propriété de 46.838 Actions Adverline, représentant à cette date 0,83 % du capital et 0,61 % des droits de vote, et (viii) Cécile Costa de Beauregard apportant l'usufruit de 234.190 Actions Adverline.

³ La société Financière du Douron, société à responsabilité limitée au capital de 4.812.660 euros, dont le siège social est situé 4, rue Camille Tahan, 75018 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés sous le numéro 751 703 562 RCS Paris ("*Financière du Douron*"), holding personnel de Monsieur Loïc Audren de Kerdrel et la société CCB Conseils, société à responsabilité limitée au capital de 3.200.586 euros, dont le siège social est situé 414, boulevard d'Inkermann, 92200 Neuilly-sur-Seine, immatriculée au registre du commerce et des sociétés sous le numéro 751 647 744 RCS Paris ("*CCB Conseils*"), holding personnel de Monsieur Charles Costa de Beauregard.

- l'acquisition hors marché par Financière Adverline, le 26 juin 2012, auprès de certains actionnaires d'Adverline de 925.661 Actions Adverline, représentant à cette date 16,41 % du capital et 12,13 % des droits de vote d'Adverline.

Il est rappelé que seuls les droits de vote double détenus par CKFD au sein de la Société ont été transférés à l'Initiateur, au travers de l'Apport et de l'Apport CKFD.

L'ensemble de ces opérations a été réalisé sur la base d'un prix identique au prix retenu pour l'Offre, soit 8,59 euros par Action Adverline.

Les Actions Adverline acquises ou apportées à Financière Adverline, représentaient, au 26 juin 2012, 64,17 % du capital et 68,34 % des droits de vote d'Adverline⁴. L'Offre revêt donc un caractère obligatoire en application des articles 234-2 et 235-2 du règlement général de l'AMF.

CM-CIC Securities, en tant qu'établissement présentateur de l'Offre, a déposé le projet d'Offre et un projet de note d'information (le "Projet de Note d'Information") auprès de l'AMF pour le compte de l'Initiateur, le 25 septembre 2012. Conformément aux dispositions de l'article 231-13 I du règlement général de l'AMF, CM-CIC Securities garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

L'Offre vise la totalité des Actions Adverline en circulation et non détenues par Financière Adverline à la date de dépôt de l'Offre, à l'exclusion des actions auto-détenues par Adverline dans le cadre d'un contrat de liquidité et à l'exclusion de certaines Actions Gratuites. Ainsi, l'Offre ne porte pas sur :

- les 7.130 actions Adverline auto-détenues par Adverline dans le cadre du contrat de liquidité conclu avec Gilbert Dupont (groupe Crédit du Nord) actuellement en vigueur (les "Actions Issues du Contrat de Liquidité") ;
- les 88.000 actions gratuites attribuées aux salariés des sociétés du groupe Adverline dans le cadre du programme d'attribution gratuite d'actions décidé par l'assemblée générale et le conseil d'administration d'Adverline, non encore émises (les "Actions Gratuites à Émettre");
- 56.593 Actions Adverline sur les 88.155 Actions Adverline résultant d'attributions gratuites, définitivement attribuées à leurs bénéficiaires mais dont la période de conservation n'aura pas expiré à la date de clôture de l'Offre (les "Actions Gratuites Émises") et dont les bénéficiaires ont signé un contrat de liquidité avec l'Initiateur (voir section 4.3.3 ci-après) (les "Actions Gratuites Émises Sous Contrat de Liquidité") .

Les Actions Gratuites Émises Sous Contrat de Liquidité ne sont effectivement pas visées par l'Offre. Ces actions, qui en vertu de la réglementation sociale et fiscale, sont incessibles (sauf cas exceptionnels liés au décès ou à l'invalidité des bénéficiaires, les articles L. 225-197-1 et suivants du code de commerce prévoient le principe de leur incessibilité pendant la période de conservation telle que fixée par l'assemblée générale et le conseil d'administration de la Société) et font l'objet de contrats de liquidité signés avec l'Initiateur (voir section 4.3.3 ci-après).

Les 88.000 Actions Gratuites à Émettre ne sont également pas visées par l'Offre. En effet, ces actions, non encore émises par la Société, ont été attribuées à leurs bénéficiaires depuis moins de deux ans. En application des articles L. 225-197-7-1 et suivants du code de commerce, leur attribution ne deviendra définitive qu'à l'issue d'une période d'acquisition de deux ans et elles seront ensuite soumises à une période de conservation ne pouvant être inférieure à deux ans pendant laquelle elles seront incessibles, sauf cas exceptionnels liés au décès ou à l'invalidité des bénéficiaires. Il est précisé que pourront être apportées à l'Offre celles des 88.000 actions gratuites visées ci-dessus qui deviendraient cessibles par

⁴ Compte tenu des droits de vote double attachés aux Actions Adverline appartenant aux Associés Fondateurs non transférés à l'Initiateur du fait de l'Apport et des droits de vote double attachés aux Actions Adverline appartenant à Groupe MW SARL non transférés à l'Initiateur du fait de l'acquisition décrite à la section 1.2 du présent projet.

⁵ Il est précisé que les 31.562 Actions Gratuites Émises dont les bénéficiaires n'ont pas signé de contrat de liquidité avec l'Initiateur sont visées par l'Offre, alors même qu'elles sont incessibles en vertu de la réglementation fiscale et sociale.

anticipation - en application des articles L. 225-197-1 et L. 225-197-3 du code commerce (voir section 4.3.2 ci-dessous) - pour cause de décès ou d'invalidité du bénéficiaire.

Depuis le dépôt du projet de note d'information, l'Initiateur a acquis 591.669 Actions Adverline sur le marché au prix de 8,59 euros par action, dans le cadre des dispositions de l'article 231-38 IV du Règlement général de l'AMF. L'Initiateur détient donc, directement et indirectement, à la date de la présente note d'information en réponse 4.210.583⁶ Actions Adverline représentant 74,5 % du capital et 76,5 % des droits de vote.

A la connaissance de l'Initiateur, les Actions Adverline visées par l'Offre, représentent un maximum de 1.380.562⁷ actions d'ores et déjà existantes. Il n'existe pas, à la date du présent document, d'autres actions non détenues par l'Initiateur et susceptibles d'être émises avant la date de clôture de l'Offre. Ce nombre maximum d'actions sera, le cas échéant, réduit du nombre d'actions acquises par l'Initiateur entre la date de la Note d'Information et le jour de l'ouverture de l'Offre conformément à l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée conformément à l'article 233-1 du règlement général de l'AMF. L'Offre sera ouverte pour une durée de 15 jours de négociation.

1.2 MODALITÉS D'ACQUISITION DU BLOC DE CONTRÔLE PAR FINANCIÈRE ADVERLINE

A l'issue d'un processus compétitif d'appel d'offres, les Associés Fondateurs ont conclu un protocole d'accord avec Mediapost Holding, société par actions simplifiée au capital de 64.446.670 euros, dont le siège social est 7-11, quai André Citroën, 75015 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés sous le numéro 493 375 703 RCS Paris ("Mediapost Holding") aux termes duquel les Associés Fondateurs ont accepté de céder leurs participations, directes et indirectes, dans le capital d'Adverline à Mediapost Holding et à cette fin les engagements suivants ont été souscrits :

- le Groupe Familial s'est engagé à réaliser l'Apport à Financière Adverline ;
- les Associés Fondateurs se sont engagés à réaliser l'Apport CKFD à Financière Adverline ;
- Mediapost Holding s'est engagée à souscrire, par des versements en espèces, à une augmentation de capital réservée de Financière Adverline d'un montant de 9.869.919 euros afin de permettre :
 - l'acquisition par l'Initiateur de 925.661 Actions Adverline ; et
 - l'acquisition par Adverline de 235 actions de la société Vertical Mail⁸, société par actions simplifiée au capital de 50.000 euros, dont le siège social est situé 5, rue de la Terrasse, 75017 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés sous le numéro 408 335 933 RCS Paris ("**Vertical Mail**"). Il est précisé que cette acquisition d'un montant de 3.769.046,45 euros a été financée à hauteur de 50 %, par la mise en place par Mediapost Holding d'un contrat de prêt au profit d'Adverline⁹ ;

⁶ Ce chiffre de 4.210.583 actions ne prend pas en compte les 56.593 actions gratuites en période de conservation et qui font l'objet de contrats de liquidité conclus avec l'Initiateur. Ces 56.593 actions Adverline sont réputées être détenues par assimilation par Financière Adverline conformément aux dispositions de l'article L. 233-9, 4° du code de commerce et 223-11 du Règlement général de l'AMF et ne sont donc pas visées par l'Offre.

⁷ Il est précisé que ce chiffre ne prend pas en compte les Actions Issues du Contrat de Liquidité qui ne sont pas visées par l'Offre.

⁸ Préalablement à cette acquisition, Adverline détenait 81,98 % du capital et des droits de vote de Vertical Mail. Adverline bénéficiait également d'une promesse de vente portant sur les 18,02 % du capital de Vertical Mail restant (soit 235 actions) sur une base de valorisation globale égale à 9 fois le résultat d'exploitation de l'exercice clos le 31 décembre 2011 de Vertical Mail. Adverline a exercé cette promesse de vente afin d'acquérir le solde des actions Vertical Mail sur la base de la valorisation convenue, soit un prix (hors droits d'enregistrement) de 3.769.046,45 euros pour les 235 actions.

⁹ Les principales caractéristiques de ce contrat de prêt sont les suivantes : prêt d'un montant de 1.884.490,95 euros sur une durée 7 ans amortissable annuellement au taux de 4,70 %.

- les Autres Apporteurs se sont engagés à céder à Mediapost Holding la totalité des actions Financière Adverline émises en rémunération de l'Apport ;
- les Associés Fondateurs se sont engagés à céder à Mediapost Holding la totalité des actions Financière Adverline émises en rémunération de l'Apport et de l'Apport CKFD à l'exception d'une quote-part d'actions restant détenues par Financière du Douron et CCB Conseils ; et
- Mediapost Holding s'est engagée à consentir une avance en compte courant non rémunérée à Financière Adverline afin d'apporter les sommes nécessaires au règlement de la totalité de l'Offre, de la procédure de retrait obligatoire et des frais résultants de ces opérations, laquelle sera intégralement convertie en actions Financière Adverline à l'issue de l'Offre.

Financière Adverline, qui a été constituée à cet effet par les Associés Fondateurs, a donc acquis, directement et indirectement, le 26 juin 2012, un total de 3.618.914 Actions Adverline, représentant 64,17 % du capital et 68,34 % des droits de vote d'Adverline (le "Bloc de Contrôle").

Il est précisé que Mediapost Holding est intégralement détenue par la société Sofipost, société anonyme de droit français au capital de 212.795.045,61 euros, dont le siège social est situé 111, boulevard Brune, 75014 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés sous le numéro 421 185 273 RCS Paris ("Sofipost"), qui est elle-même intégralement détenue par la société La Poste, société anonyme de droit français au capital de 3.400.000.000 euros, dont le siège social est situé 44, boulevard de Vaugirard, 75015 Paris immatriculée au registre du commerce et des sociétés sous le numéro 356 000 000 RCS Paris ("La Poste").

1.2.1 Actionnariat de la Société avant l'acquisition d'actions par l'Initiateur

La Société est une société anonyme dont le capital s'élevait à 1.409.831,25 euros, divisé en 5.639.325 actions d'une valeur nominale de 25 centimes d'euro chacune. Avant la constitution de Financière Adverline, le nombre total de droits de vote s'établissait à 7.627.702, étant précisé qu'il existe d'après les statuts de la société un droit de vote double pour les actions inscrites au registre nominatif depuis deux ans au moins au nom du même actionnaire¹⁰.

A la connaissance de l'Initiateur, le capital et les droits de vote de la Société étaient répartis comme suit au 26 juin 2012 avant réalisation de l'Apport, de l'Apport CKFD et de l'acquisition du Bloc de Contrôle:

Actionnaires	Répartition des Actions Adverline			Répartition des droits de vote ¹¹	
	Nombre	%	Nombre cessible	Nombre	%
Loïc Audren de Kerdrel	533 604	9,5%	533 604	1 067 208	14,0%
Charles Costa de Beauregard	275 995	4,9%	275 995	551 990	7,2%
Camila Silverio Ventura	105 386	1,9%	105 386	105 386	1,4%
Francisco Ventura-Audren de Kerdrel	105 386	1,9%	105 386	105 386	1,4%
CKFD	1 204 502	21,4%	1 204 502	2 222 306	29,1%
Joseph Costa de Beauregard	46 838	0,8%	46 838	46 838	0,6%
Marc Costa de Beauregard	46 838	0,8%	46 838	46 838	0,6%
Brune Costa de Beauregard	46 838	0,8%	46 838	46 838	0,6%

¹⁰ En conséquence (i) de l'Apport, les droits de vote double attachés aux Actions Adverline détenus par les Associés Fondateurs n'ont pas été transférés à Financière Adverline et (ii) de la cession par les actionnaires identifiés à la section 1.2.3 ci-dessous, les droits de vote double attachés aux Actions Adverline détenues par Groupe MW SARL n'ont pas été transférés à Financière Adverline, de sorte **qu'à l'issue de ces opérations, seuls 6.784.609 droits de vote totaux existaient au sein de la Société.**

¹¹ Droits de vote déterminés conformément à l'article 223-11 du Règlement général de l'AMF, c'est-à-dire sur la base de l'ensemble des Actions Adverline auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les 7.130 Actions Adverline auto-détenues privées de droit de vote.

Aimée Costa de Beauregard	46 838	0,8%	46 838	46 838	0,6%
Violette Costa de Beauregard	46 838	0,8%	46 838	46 838	0,6%
Indivision Joseph Costa de Beauregard	46 838	0,8%	46 838	46 838	0,6%
Indivision Marc Costa de Beauregard	46 838	0,8%	46 838	46 838	0,6%
Indivision Brune Costa de Beauregard	46 838	0,8%	46 838	46 838	0,6%
Indivision Aimée Costa de Beauregard	46 838	0,8%	46 838	46 838	0,6%
Indivision Violette Costa de Beauregard	46 838	0,8%	46 838	46 838	0,6%
Fondateurs	2 693 253	47,8%	2 693 253	4 520 656	59,3%
Marc Wacongne	78 105	1,4%	39 043	78 105	1,0%
Melinda Wacongne	7 185	0,1%	7 185	7 185	0,1%
Iléana Wacongne	16 200	0,3%	16 200	16 200	0,2%
Romain Wacongne	16 200	0,3%	16 200	16 200	0,2%
Yvan Wacongne	16 200	0,3%	16 200	16 200	0,2%
Stanislas Wacongne	16 200	0,3%	16 200	16 200	0,2%
Groupe MW SARL	96 219	1,7%	96 219	129 713	1,7%
Wacongne	246 309	4,4%	207 247	279 803	3,7%
Alain Corban	86 546	1,5%	86 546	86 546	1,1%
Alban de Meaux	58 843	1,0%	58 843	58 843	0,8%
Franck Levy-Bencheton	88 566	1,6%	88 566	88 566	1,2%
Associés Vertical Mail	233 955	4,1%	233 955	233 955	3,1%
Philippe Framezelle	47 000	0,8%	12 000	47 000	0,6%
Alexandre Calmettes	9 337	0,2%	5 337	14 674	0,2%
Natacha Tancelin	4 918	0,1%	3 418	8 336	0,1%
Thomas Coulomb	7 638	0,1%	5 638	13 276	0,2%
Benjamin Clot	4 628	0,1%	2 128	6 756	0,1%
Jean-Christophe Dufour	2 250	0,0%	750	3 000	0,0%
Olivia Henry	3 500	0,1%		3 500	0,0%
Olivier Pellerin	1 750	0,0%		1 750	0,0%
David Trichard	1 000	0,0%		1 000	0,0%
Sophie Le Lan	2 000	0,0%		2 000	0,0%
Jacinthe Sivamani	750	0,0%		750	0,0%
Mathieu Cloute	2 250	0,0%		2 250	0,0%
Bénédicte Berthou	500	0,0%		500	0,0%
Salariés actuels	87 521	1,6%	29 721	104 792	1,4%
Francis Kandjian	58 390	1,0%	58 390	116 780	1,5%
Wilfried Granier	44 000	0,8%	44 000	88 000	1,2%
Gregor Savidan	96	0,0%	96	192	0,0%
Gregory Chamberland	12 396	0,2%	12 396	24 792	0,3%
Sylvain Ansart	750	0,0%	750	1 500	0,0%
Pauline Boisseau	2 000	0,0%		2 000	0,0%
Carine Joly	1 500	0,0%	750	2 250	0,0%
Matthieu Vaillant	5 300	0,1%	750	6 050	0,1%
Anciens Salariés	124 432	2,2%	117 132	241 564	3,2%
David Hoppenot	3	0,0%	3	6	0,0%
Guillaume Foillard	1	0,0%	1	2	0,0%
Anciens administrateurs	4	0,0%	4	8	0,0%
Partenariat & Innovation	1	0,0%	1	2	0,0%
Boscary Uzès Selection	100 000	1,8%	100 000	100 000	1,3%
FIP OTC Multicibles	37 223	0,7%	37 223	37 223	0,5%
FIP OTC Chorus 2	25 373	0,4%	25 373	25 373	0,3%
Institutionnels	162 597	2,9%	162 597	162 598	2,1%
Particulier	202	0,0%	202	404	0,0%
Particuliers Loi TEPA	310 118	5,5%	310 118	310 118	4,1%
Actions auto-détenues¹²	7 130	0,1%	7 130		0,0%
Public	1 773 804	31,5%	1 773 804	1 773 804	23,3%
Total	5 639 325	100%	5 534 713	7 627 702	100%

¹² Les 7.130 droits de vote attachés aux Actions Adverline auto-détenues par la Société sont théoriques, dans la mesure où ces Actions Adverline sont privées de droit de vote.

1.2.2 Acquisition par Financière Adverline de la majorité des actions Adverline

En rémunération de l'Apport et de l'Apport CKFD, l'Initiateur a émis au profit des membres du Groupe Familial 22.412.684 actions Financière Adverline nouvelles, d'un (1) euro de valeur nominale chacune. Ainsi, à la suite de l'Apport et de l'Apport CKFD, le capital social et les droits de vote de Financière Adverline étaient répartis comme suit :

Associé	Nombre d'actions	Capital	Droits de vote
Loïc Audren de Kerdrel	4.584.158	20,45 %	20,45 %
Charles Costa de Beauregard	3.983.370	17,77 %	17,77 %
Camila Silverio Ventura	905.265	4,04 %	4,04 %
Francisco Ventura-Audren de Kerdrel	905.265	4,04 %	4,04 %
Financière du Douron SARL	4.812.160	21,47 %	21,47 %
CCB Conseils SARL	3.200.086	14,28 %	14,28 %
Joseph Costa de Beauregard	402.338	1,80 %	1,80 %
Marc Costa de Beauregard	402.338	1,80 %	1,80 %
Brune Costa de Beauregard	402.338	1,80 %	1,80 %
Aimée Costa de Beauregard	402.338	1,80 %	1,80 %
Violette Costa de Beauregard	402.338	1,80 %	1,80 %
Indivision Joseph Costa de Beauregard	402.338	1,80 %	1,80 %
Indivision Marc Costa de Beauregard	402.338	1,80 %	1,80 %
Indivision Brune Costa de Beauregard	402.338	1,80 %	1,80 %
Indivision Aimée Costa de Beauregard	402.338	1,80 %	1,80 %
Indivision Violette Costa de Beauregard	402.338	1,80 %	1,80 %
Total	22.413.684	100 %	100 %

1.2.3 Acquisition par Mediapost Holding de la majorité des titres Financière Adverline

A l'issue de l'Apport et de l'Apport CKFD, les associés de Financière Adverline ont procédé à la cession de dix-sept millions neuf cent douze mille six cent quatre-vingt-quatre (17.912.684) actions Financière Adverline au profit de Mediapost Holding.

Mediapost Holding a alors souscrit à une augmentation de capital de Financière Adverline qui lui était réservée d'un montant de 9.869.919 euros afin de financer (i) l'acquisition par Adverline de 235 actions Vertical Mail, permettant à Adverline de détenir l'intégralité du capital et des droits de vote de Vertical Mail (voir section 1.2 ci-dessus) et (ii) l'acquisition par Financière Adverline de 925.661 Actions Adverline cédées par les actionnaires visés ci-dessous :

Identité des actionnaires	Nombre d'Actions Adverline
Groupe MW SARL	96.219
Alain Corban	86.546
Franck Levy-Bencheton	88.566
Alban de Meaux	58.843
Iléana Wacongne	16.200
Stanislas Wacongne	16.200
Romain Wacongne	16.200
Yvan Wacongne	16.200
Marc Wacongne	30.613
Melinda Wacongne	7.185
M&Mme Marc Wacongne	8.430
Philippe Framezelle	12.000
Boscary Uzes Selection c/o Financière d'Usez (pour compte propre)	100.000
Boscary pour compte des minoritaires loi TEPA	52.827
François-Xavier Cledat	2.956
Béatrice Dorfner Laborie	3.300
Francine Guillemin Tarayre	5.700
Brigitte Perrin	2.234
FIP OTC Multicibles (pour compte propre)	37.223
FIP OTC Chorus 2 (pour compte propre)	25.373
OTC pour compte des minoritaires loi TEPA	242.846
Total	925.661

A l'issue de l'Apport, de l'Apport CKFD, des opérations de cessions d'actions Financière Adverline à Mediapost Holding et d'augmentation du capital social de Financière Adverline, le capital social et les droits de vote de Financière Adverline sont répartis comme suit :

Associé	Nombre d'actions	Capital	Droits de vote
Loïc Audren de Kerdrel	500	0,0015 %	0,0015 %
Charles Costa de Beauregard	500	0,0015 %	0,0015 %
Financière du Douron SARL	2.250.000	6,9695 %	6,9695 %
CCB Conseils SARL	2.250.000	6,9695 %	6,9695 %
Mediapost Holding	27.782.603	86,0778 %	86,0778 %
Total	32.283.603	100 %	100 %

Un pacte d'associés a été conclu entre les associés de Financière Adverline (voir section 4.1 ci-après) (le "Pacte d'Associés").

1.3 DÉCLARATIONS DE FRANCHISSEMENTS DE SEUILS

En application des dispositions des articles 223-15-1 du règlement général de l'AMF et L.233-7 du code de commerce, l'Initiateur a déclaré, par courriers en date du 28 et du 29 juin 2012 (i) à l'AMF avoir franchi individuellement à la hausse le 26 juin 2012, directement et indirectement par l'intermédiaire de CKFD les seuils de 50% du capital et des droits de vote de la Société et (ii) à Adverline avoir franchi à la hausse les seuils de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50% du capital et des droits de vote de la Société.

Consécutivement à l'Acquisition, Messieurs Loïc Audren de Kerdrel et Charles Costa de Beauregard, leur famille et leur société commune la société CKFD ont déclaré (i) auprès de l'AMF le 29 juin 2012 avoir franchi à la baisse, de concert, le seuil de 50% des droits de vote de la Société et (ii) à Adverline avoir franchi à la baisse les seuils de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30% en capital et de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 50% en droits de vote.

1.4 RÉPARTITION ACTUELLE DU CAPITAL SOCIAL D'ADVERLINE

A la date du dépôt du projet de note en réponse auprès de l'AMF (le 25 septembre 2012), l'Initiateur a indiqué ne pas avoir acquis sur le marché, conformément à l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF, d'actions d'Adverline en dehors des actions acquises dans le cadre des acquisitions du 26 juin 2012 détaillées à la section 1.2 ci-dessus. En conséquence, l'Initiateur détient directement et indirectement, à la connaissance de la Société, à la date du présent projet de note en réponse, 4.210.583 actions d'Adverline, représentant 74,5 % du capital et 5.228.387 droits de vote représentant 76,5 % des droits de vote d'Adverline (après suppression des droits de vote double attachés aux Actions Adverline acquises par l'Initiateur le 26 juin 2012).

Ainsi à la connaissance de la Société, à la date de la présente note en réponse, la répartition de son capital et de ses droits de vote est la suivante :

Actionnaires	Répartition des Actions Adverline						Répartition des droits de vote ¹³				
	Nombre	%	Actions gratuites attribuées en période de conservation ¹⁴	Impact des contrats de liquidité	Répartition après prise en comptes des 56.593 actions possédées par assimilation par l'Initiateur ¹⁵	%	Nombre	%	Impact des contrats de liquidité	Répartition après prise en comptes des 56.593 actions possédées par assimilation par l'Initiateur ¹⁶	%
Financière Adverline	3 006 081	53,2%		56 593	3 062 674	54,2%	3 006 081	44,0%	56 593	3 062 674	44,8%
CKFD	1 204 502	21,3%			1 204 502	21,3%	2 222 306	32,5%		2 222 306	32,5%
Fondateurs	4 210 583	74,5%			4 267 176	75,5%	5 228 387	76,5%		5 284 980	77,4%
Marc Wacongne	39 062	0,7%	31 562		39 062	0,7%	46 562	0,7%		46 562	0,7%
Philippe Framezelle	49 043	0,9%	29 043	-29 043	20 000	0,4%	69 043	1,0%	-29 043	40 000	0,6%
Alexandre Calmettes	9 337	0,2%	2 000	-2 000	7 337	0,1%	16 674	0,2%	-2 000	14 674	0,2%
Natacha Tancelin	4 918	0,1%	1 500	-1 500	3 418	0,1%	8 336	0,1%	-1 500	6 836	0,1%
Thomas Coulomb	7 638	0,1%	2 000	-2 000	5 638	0,1%	13 276	0,2%	-2 000	11 276	0,2%
Benjamin Clot	4 628	0,1%		0	4 628	0,1%	9 256	0,1%	0	9 256	0,1%
Jean-Christophe Dufour	2 250	0,0%	1 500	-1 500	750	0,0%	3 000	0,0%	-1 500	1 500	0,0%
Olivier Pellerin	1 750	0,0%	1 750	-1 750		0,0%	1 750	0,0%	-1 750		0,0%
David Trichard	1 000	0,0%	1 000	-1 000		0,0%	1 000	0,0%	-1 000		0,0%
Sophie Le Lan	2 000	0,0%	2 000	-2 000		0,0%	2 000	0,0%	-2 000		0,0%
Jacinthe Sivamani	750	0,0%	750	-750		0,0%	750	0,0%	-750		0,0%

¹³ Droits de vote déterminés conformément à l'article 223-11 du Règlement général de l'AMF, c'est-à-dire sur la base de l'ensemble des Actions Adverline auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les 7.130 Actions Adverline auto-détenues privées de droit de vote

¹⁴ Ces 88.155 Actions Adverline font référence aux Actions Gratuites Émises. Parmi ces Actions Gratuites Émises, 56.593 font l'objet de contrats de liquidité avec Financière Adverline et représentent les Actions Gratuites Émises Sous Contrat de Liquidité

¹⁵ Cette colonne montre la répartition du capital d'Adverline en prenant en compte les Actions Adverline détenues par Financière Adverline par assimilation conformément aux dispositions de l'article L. 233-9, 4° du code de commerce et 223-11 du Règlement général de l'AMF

¹⁶ Cette colonne montre la répartition des droits de vote d'Adverline en prenant en compte les Actions Adverline détenues par Financière Adverline par assimilation conformément aux dispositions de l'article L. 233-9, 4° du code de commerce et 223-11 du Règlement général de l'AMF

Mathieu Cloute	2 250	0,0%	2 250	-2 250		0,0%	2 250	0,0%	-2 250		0,0%
Bénédicte Berthou	500	0,0%	500	-500		0,0%	500	0,0%	-500		0,0%
Raphaël Mutinelli-Szymanski	1 500	0,0%	1 500	-1 500		0,0%	1 500	0,0%	-1 500		0,0%
Salariés actuels	126 626	2,2%	77 355		80 833	1,4%	175 897	2,6%		130 104	1,9%
Francis Kandjian	58 390	1,0%			58 390	1,0%	116 780	1,7%		116 780	1,7%
Wilfried Granier	44 000	0,8%			44 000	0,8%	88 000	1,3%		88 000	1,3%
Gregor Savidan	96	0,0%			96	0,0%	192	0,0%		192	0,0%
Gregory Chamberland	12 396	0,2%			12 396	0,2%	24 792	0,4%		24 792	0,4%
Sylvain Ansart	750	0,0%			750	0,0%	1 500	0,0%		1 500	0,0%
Pauline Boisseau	2 000	0,0%	2 000	-2 000	0	0,0%	2 000	0,0%	-2 000		0,0%
Matthieu Vaillant	5 300	0,1%	4 550	-4 550	750	0,0%	6 050	0,1%	-4 550	1 500	0,0%
Carine Joly	1 500	0,0%	750	-750	750	0,0%	2 250	0,0%	-750	1 500	0,0%
Olivia Henry	3 500	0,1%	3 500	-3 500		0,0%	3 500	0,1%	-3 500		0,0%
Anciens Salariés	127 932	2,3%	10 800		117 132	2,1%	245 064	3,6%		234 264	3,4%
David Hoppenot	3	0,0%			3	0,0%	6	0,0%		6	0,0%
Guillaume Foillard	1	0,0%			1	0,0%	2	0,0%		2	0,0%
Administrateurs	4	0,0%			4	0,0%	8	0,0%		8	0,0%
Partenariat & Innovation	1	0,0%			1	0,0%	2	0,0%		2	0,0%
Institutionnel	1	0,0%			1	0,0%	2	0,0%		2	0,0%
Particulier	202	0,0%			202	0,0%	404	0,0%		404	0,0%
Particuliers Loi TEPA	255	0,0%			255	0,0%	255	0,0%		255	0,0%
Actions auto-détenues¹⁷	7 130	0,1%			7 130	0,1%		0,0%			0,0%
Public	1 182 135	20,9%			1 182 135	20,9%	1 182 135	17,3%		1 182 135	17,3%
Total	5 654 868	100,0%	88 155		5 654 868	100,0%	6 832 152	100,0%		6 832 152	100,0%

¹⁷ Les 7.130 droits de vote attachés aux Actions Adverline auto-détenues par la Société sont théoriques, dans la mesure où ces Actions Adverline sont privées de droit de vote

1.5 CONTEXTE JURIDIQUE

La présente Offre s'inscrit dans le cadre de l'obligation faite à l'Initiateur en application des articles 234-2 et 235-2 du règlement général de l'AMF de déposer une offre publique visant la totalité du capital et des titres donnant accès au capital ou aux droits de vote d'Adverline qu'il ne détient pas en raison du franchissement à la hausse du seuil de 50% du capital et des droits de vote de la Société consécutivement à l'acquisition du "Bloc de Contrôle".

2 AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Le conseil d'administration d'Adverline s'est réuni le 17 septembre 2012 sur convocation de sa présidente et, à l'unanimité, l'ensemble des administrateurs (soit madame Nathalie Andrieux, monsieur Loïc Audren de Kerdrel, monsieur Hugues Hansen et monsieur Sébastien Caron) étant présents ou représentés, a rendu l'avis motivé suivant sur l'Offre, dont un extrait est ci-après reproduit :

" .../...

Après examen des documents, les administrateurs ont procédé à un échange de vues sur l'ensemble de ces éléments et ont constaté que :

- le rapprochement avec l'Initiateur est l'aboutissement de plusieurs mois de réflexions de la Société sur la meilleure manière de mettre en œuvre sa stratégie de développement, dans le cadre desquelles la Société a étudié différents scénarii possibles dans son intérêt, celui de ses actionnaires et celui de ses salariés ;
- l'Initiateur entend, dans le cadre d'un plan industriel structuré, soutenir et accélérer le développement stratégique de la Société et le développement des activités de la Société ;
- l'Initiateur n'a pas l'intention de modifier de manière significative le périmètre des activités de la Société dans les douze mois à venir sous réserve de l'exercice éventuel de la promesse de vente consentie par Adverline au profit de Mediapost Holding et portant sur l'intégralité des actions de Vertical Mail ;
- l'Initiateur s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société et ne devrait donc pas avoir d'incidence particulière sur la politique poursuivie par Adverline en matière d'emploi. Elle n'anticipe donc pas de changement au sein des effectifs de la Société ou dans le cadre de la politique d'emploi ou de ressources humaines d'Adverline ;
- le Prix de l'Offre est de 8,59 euros par action Adverline ;
- le Prix de l'Offre se compare favorablement à certains des critères de valorisation présentés dans le rapport de l'Expert Indépendant ;
- les conclusions de l'Expert Indépendant précisent que *"l'Initiateur va lancer une offre publique d'achat simplifiée sur la Société, qui revêt un caractère obligatoire en application des articles 234-2 et 235-2 du règlement général de l'AMF. Dans ce cadre, nous considérons que le prix de 8,59 € proposé dans le cadre de l'Offre est équitable dans la mesure où il correspond au prix payé par l'Initiateur aux Fondateurs et pour le Bloc complémentaire, et que l'analyse des clauses des accords signés entre les Fondateurs, Financière Adverline et Mediapost ne fait pas apparaître d'avantages financiers pour les Fondateurs par rapport aux autres actionnaires"* et que *"ce prix de 8,59 € est supérieur aux résultats obtenus dans le cadre d'une méthode multicritères :*
 - *la prime offerte est comprise entre 2% et 16% par rapport aux résultats obtenus par la méthode des DCF appliqué au plan d'affaires ambitieux réalisé par les Fondateurs dans le cadre du processus de cession ;*
 - *la prime offerte est comprise entre 58% et 80% par rapport aux résultats obtenus par la méthode des comparables ;*
 - *la prime offerte est comprise entre 42% et 70% par rapport à la référence du cours de bourse ;*
 - *la prime offerte est de 13% par rapport à la référence à l'augmentation de capital réservée effectuée en septembre 2011.*

Nous estimons également que l'éventuel retrait obligatoire est équitable pour les porteurs d'actions gratuites compte tenu des caractéristiques du contrat de liquidité qui leur a été proposé.

Nous estimons donc que le prix de 8,59 € est équitable pour les actionnaires minoritaires dans le cas éventuel d'un retrait obligatoire." ;

- l'Initiateur a l'intention de demander à l'Autorité des marchés financiers, conformément aux dispositions des articles 235-4 et 237-14 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, dans un délai maximum de trois (3) mois à l'issue de la clôture de l'Offre, la mise en œuvre d'un retrait obligatoire par transfert des actions Adverline qui ne lui appartiennent pas et qui n'auraient pas été présentées à l'Offre, à condition qu'elles ne représentent pas plus de 5% du capital ou des droits de vote de la Société ; et
- le Prix de l'Offre représente une opportunité de liquidité immédiate pour l'ensemble des actionnaires de la Société qui apporteront leurs titres à l'Offre sur l'intégralité de leur participation au même prix par action Adverline que celui retenu pour valoriser l'acquisition du Bloc de Contrôle à l'Initiateur.

Le Conseil d'administration connaissance prise (i) des termes de l'Offre, (ii) des motifs et des intentions de l'Initiateur, et (iii) des éléments de valorisation indiqués dans la synthèse préparée par CM-CIC Securities et dans le rapport de l'Expert Indépendant, après en avoir délibéré, estime, à l'unanimité, que l'Offre est réalisée dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés, et qu'elle constitue une opportunité de cession satisfaisante pour les actionnaires souhaitant bénéficier d'une liquidité immédiate. En conséquence, les membres du Conseil d'administration recommandent, à l'unanimité, aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions Adverline à l'Offre.

La Présidente indique par ailleurs au Conseil d'Administration qu'à la date de la présente réunion, la Société détient 7.130 Actions Adverline en auto-détention, ce qui représente 0,1 % de son capital social. Le Conseil d'Administration, après en avoir délibéré, autorise, en tant que de besoin, à l'unanimité, la Société à ne pas apporter ces 7.130 actions Adverline à l'Offre. .../... "

3 AVIS DE L'EXPERT INDÉPENDANT

3.1 NOMINATION DE L'EXPERT INDÉPENDANT

La Société a procédé le 26 juin 2012 à la désignation du cabinet Sorgem Evaluation, représenté par Monsieur Maurice Nussenbaum en qualité d'expert indépendant chargé d'établir une attestation d'équité sur les conditions financières de l'offre obligatoire et de la procédure de retrait obligatoire éventuellement mise en œuvre, dans le cadre des dispositions des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF. Le cabinet Sorgem Evaluation a rendu dans ce cadre son attestation en date du 14 septembre 2012, reproduit ci-dessous.

Le cabinet Sorgem Evaluation a émis un addendum en date du 11 Octobre 2012, reproduit à la suite de l'attestation d'équité et de ses annexes en section 3.4 ci-après.

3.2 ATTESTATION D'ÉQUITÉ DU CABINET SORGEM EVALUATION
DU 14 SEPTEMBRE 2012

SORGEM

EVALUATION

● ATTESTATION D'EQUITE ADVERLINE

Paris, le 14 septembre 2012

Le conseil d'administration de la société Adverline (« la Société ») a désigné Sorgem Evaluation, représentée par M. Maurice Nussenbaum, en qualité d'expert indépendant, au cours de sa séance du 26 juin 2012, dans le cadre du projet d'offre publique d'achat simplifié (« l'Offre ») qui sera initiée par Financière Adverline (« l'Initiateur »), et de la procédure de retrait obligatoire (« RO ») susceptible d'être lancée dans le cas où les conditions requises seraient réunies.

Le prix de l'Offre et du RO (désignés conjointement « l'Opération ») a été fixé par l'Initiateur à 8,59 € par action de la Société.

Notre désignation et le présent rapport s'inscrivent tout d'abord dans le cadre de l'article 261-1 I du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (« AMF »), qui stipule que la désignation d'un expert indépendant est requise lorsque l'Offre est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein du Conseil d'administration. Dans le cas d'espèce, ces conflits pourraient provenir du fait que :

- la Société sera déjà contrôlée par l'Initiateur, au sens de l'article 233-3 du Code de commerce, au moment du dépôt de l'Offre ;
- les dirigeants fondateurs de la Société ont conclu un protocole d'accord avec la maison mère de l'Initiateur.

Notre intervention s'inscrit également dans le cadre de l'article 261-1 II qui requiert la nomination d'un expert indépendant préalablement à la mise œuvre d'un retrait obligatoire.

Nous avons effectué nos diligences dans le respect des dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF et de son instruction d'application n° 2006-08 du 25 juillet 2006, complétée des recommandations de l'AMF en date des 28 septembre 2006, modifiées le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010. Nos diligences sont détaillées en annexe 1.

I. PRÉSENTATION DE L'OPÉRATION

1. Présentation de l'Initiateur

Financière Adverline est une société par actions simplifiée au capital de 32.283.603 euros, dont le siège social est situé au 9 boulevard du Général de Gaulle, 92120 Montrouge, et qui est immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 751 703 182.

Le capital de Financière Adverline est réparti entre Mediapost Holding (« Mediapost »), filiale du Groupe La Poste, à hauteur de 86,1 % et MM. Loïc Audren de Kerdel et Charles Costa de Beauregard, fondateurs de la Société (« les Fondateurs »), à hauteur de 13,9 %¹⁸.

¹⁸ Cette participation est détenue directement et indirectement au travers des sociétés Financière du Douron SARL et CCB Conseils SARL.

2. Présentation de la Société

Adverline est une société anonyme au capital de 1.413.717 euros, dont le siège social est situé 5, rue de la Terrasse, 75017 Paris, et qui est immatriculée sous le numéro 428 723 266 au registre du commerce et des sociétés de Paris.

La Société a été créée en 2000 et s'est spécialisée dans la monétisation d'audience sur Internet et a développé progressivement ses activités dans le domaine de la régie publicitaire, du micro-paiement, de l'emailing business to business, et de l'édition de sites Internet.

La Société a été introduite en Bourse en 2006 sur le marché d'Alternext dans le groupe de cotation réservé au placement privé, avant que la cotation de ses titres ne soit transférée en 2007 dans le groupe de cotation réservé à l'appel public à l'épargne.

3. Présentation des motifs de l'Opération

En 2011, les Fondateurs ont fait le constat que la Société était engagée dans différents métiers dont il était difficile de mener de front le développement, compte tenu de la taille limitée de ses ressources financières et humaines.

Ils ont donc engagé une réflexion concernant soit une évolution du périmètre de la Société permettant de concentrer son développement sur un nombre restreint de métiers avec des moyens financiers renforcés, soit la cession de leur participation à un groupe plus important.

Ils ont estimé que la meilleure solution en termes de développement pour la Société et de valorisation pour leur participation consistait à céder celle-ci et ont trouvé, au terme d'un processus d'enchère compétitif, un acquéreur en la personne de Mediapost Holding.

Le Groupe Mediapost, dont toutes les filiales sont animées par Mediapost Holding, regroupe toutes les sociétés du Groupe La Poste spécialisée dans le domaine du marketing direct avec la distribution d'imprimés publicitaires, de data (location de fichier, traitement, enrichissement et exploitation des données clients), et du marketing relationnel.

L'acquisition de la Société permet au Groupe Mediapost de créer une offre multi-canal innovante pour développer ses offres métiers, et de renforcer ses offres data en élargissant sur le marché de l'emailing son offre au segment B2B. Par ailleurs, le Groupe Mediapost va permettre à la Société de renforcer ses offres en améliorant ses capacités de ciblage comportemental, et de développer la commercialisation de ses offres sur le segment des TPE et des PME.

Ainsi, les Fondateurs et Mediapost Holding ont signé un protocole d'accord (« le Protocole d'accord ») aux termes duquel les Fondateurs et les membres de leur famille ont apporté 2.693.253 actions de la Société qu'ils détenaient, directement et indirectement, à une holding créée pour l'occasion, la Financière Adverline. Mediapost Holding a acquis les actions obtenues par les Fondateurs grâce à ces apports, à l'exception de 4.501.000 titres conservés

par ces derniers. Mediapost Holding a également souscrit à une augmentation de capital de l'Initiateur d'un montant de 9.869.919 €, qui lui permet de détenir 86,1 % de son capital.

Par ailleurs, l'Initiateur a acquis, hors marché, auprès de certains actionnaires comprenant des salariés de la Société, les fondateurs de sa filiale Vertical Mail, et des actionnaires ayant souscrit leurs titres dans le cadre de l'augmentation de capital réservée de 2011 un total de 925.661 actions de la Société (« le Bloc complémentaire »).

Ainsi, l'Initiateur a franchi le seuil de 50 % du capital et des droits de vote de la Société, ce qui l'oblige, conformément à l'article 234-2 et 235-2 du Règlement Général de l'AMF, à lancer une offre sur cette dernière.

Mediapost Holding souhaitant retirer la Société de la cote pour faciliter son intégration au sein de ses activités, l'Initiateur lancera une procédure de retrait obligatoire si son pourcentage du capital et des droits de vote le lui permet à l'issue de l'Offre.

4. Caractère équitable de l'Opération

4.1. Dans le cadre de l'Offre

L'Offre est une offre obligatoire, du point de vue de l'Initiateur, lancée en application de l'article 234-2 et 235-2 du Règlement Général de l'AMF, tandis qu'il s'agit d'une offre facultative pour les actionnaires minoritaires.

Par ailleurs, le Règlement Général de l'AMF oblige l'initiateur d'une offre lancée en application de l'article 234-2 à proposer un prix qui *« doit être au moins égal au prix le plus élevé payé par l'initiateur, agissant seul ou de concert au sens de l'article L. 233-10 du code de commerce, sur une période de douze mois précédant le fait générateur de l'obligation de déposer le projet d'offre »*.

Ainsi, l'équité de l'Offre repose sur le fait que le prix proposé par l'Initiateur est égal au prix le plus élevé payé sur une période de douze mois concernant des actions Adverline, c'est-à-dire le prix qui a été payé par Mediapost Holding aux Fondateurs et pour le Bloc complémentaire, soit 8,59 €.

Dans le cas des Fondateurs, la cession de leurs actions de la Société s'est bien effectuée au prix de 8,59 € par action, mais elle s'intègre dans le cadre d'accords prévoyant un réinvestissement, des clauses de sortie pour ce réinvestissement et la mise en place d'une convention de garantie.

L'analyse de l'équité de l'Offre suppose donc que les clauses des accords conclus par les Fondateurs, l'Initiateur et Mediapost Holding ne fassent pas apparaître d'avantages financiers dont les Fondateurs seraient les bénéficiaires exclusifs et qui créeraient un déséquilibre par rapport aux autres actionnaires.

4.2. Dans le cadre de l'éventuel retrait obligatoire

Dans le cas où l'Initiateur viendrait à détenir à l'issue de l'Offre au moins 95 % des actions et des droits de vote de la Société, il mettra en œuvre la procédure de RO selon les mêmes conditions que l'Offre, soit au prix de 8,59 €.

Les actionnaires minoritaires n'ayant pas la possibilité de ne pas participer à un RO, le prix proposé doit prendre compte, pour être équitable, les deux éléments suivants :

- la valeur intrinsèque de la Société correspondant à la valeur des activités de la Société dans le cadre de la mise en place de la stratégie menée par sa direction actuelle ;
- le supplément de valorisation qui pourrait être éventuellement obtenu si l'une ou l'ensemble des branches était cédé à un tiers susceptible d'extérioriser des synergies.

Dans le cas d'espèce, le prix proposé de 8,59 € est le résultat d'un processus d'enchères concurrentielles ayant impliqué des investisseurs financiers et des acquéreurs industriels.

Par nature, et pour autant qu'il n'y ait pas d'inégalité de traitements entre les actionnaires majoritaires et les actionnaires minoritaires ce type de processus conduit à proposer un prix reflétant la valeur intrinsèque de l'entreprise et un partage des synergies de l'opération.

Le caractère équitable du prix de 8,59 € proposé dans le cadre d'un éventuel RO suppose donc que :

- les accords conclus entre les Fondateurs, l'Initiateur, et Mediapost Holding ne fassent pas apparaître un avantage au profit exclusif des Fondateurs, ce qui constitue une condition équivalente à ce qui est nécessaire pour garantir l'équité de l'Offre ;
- la valeur de la Société résultant de la mise en œuvre d'une approche multicritères soit cohérente avec le prix proposé de 8,59 €.

II. PRÉSENTATION DE L'EXPERT INDÉPENDANT ET DES PERSONNES ASSOCIÉES À LA RÉALISATION DE LA MISSION

1. Présentation de Sorgem Evaluation

SORGEM EVALUATION est une société de conseil en finance, filiale du groupe SORGEM, qui effectue des interventions dans les trois domaines suivants : évaluations financières, support aux contentieux (litiges devant les tribunaux et arbitrages), et conseil en ingénierie financière.

SORGEM EVALUATION dispose d'une équipe d'une vingtaine de consultants et effectue régulièrement des missions d'évaluation d'entreprises dans différents contextes (fiscal, comptable, boursier, contentieux).

Au cours des vingt-quatre derniers mois, SORGEM EVALUATION a réalisé les expertises indépendantes listées ci-dessous :

Date	Opération	Cible	Initiateur	Etablissement présentateur
avr.-10	Emission de BSAR	Cast	Cast	Arkeon Finance
avr.-11	OPRA et OPAS sur BSAAR	LVL Medical	LVL Médical	Oddo
nov.-11	OPR suivie d'un RO	Outside Living Industries	D&P PME IV et EFFI Invest I	Invest Securities
janv-12	OPAS suivie d'un RO	Docks Lyonnais	Boca SARL	Oddo
avr-12	OPRA	Havas	Havas	BNPP – Natixis – CM-CIC
mai-12	OPR-RO	CFCAL	Crédit Mutuel Arkéa	Oddo

SORGEM EVALUATION n'est adhérente, à ce jour, à aucune association d'experts indépendants reconnue par l'AMF en application de l'article 263-1 de son Règlement Général. Toutefois, les associés de SORGEM EVALUATION adhèrent à des associations professionnelles dans le domaine de l'expertise judiciaire (CNEJFD) et de l'évaluation (SFEV) et, à ce titre, ils respectent leur déontologie et leurs normes de travail.

2. Présentation des personnes associées à la réalisation de la mission

La présente mission a été réalisée par :

- Maurice NUSSENBAUM, signataire de la présente attestation et Associé fondateur et président de SORGEM EVALUATION. Il est diplômé de HEC, Agrégé des Facultés de droit et de sciences économiques, professeur à l'Université Paris Dauphine, expert financier agréé par la Cour de Cassation.
- Teddy GUERINEAU, Directeur de mission, diplômé en finances de l'Université de Paris Dauphine, chargé de cours à l'Université Paris Dauphine, et disposant d'une expérience professionnelle de treize ans dans le domaine de l'évaluation financière et du conseil financier.
- Anne-Sophie HANIEZ, consultant senior, diplômée en finances de l'Université de Paris Dauphine disposant d'une expérience professionnelle de quatre ans dans le domaine du conseil financier et de l'évaluation financière.
- un consultant disposant d'une expérience professionnelle d'un an dans le domaine du conseil financier et de l'évaluation financière.

Ce rapport a fait l'objet d'un contrôle qualité réalisé par Claire KARSENTI, Associée de SORGEM EVALUATION. Cette dernière est diplômée de l'EM Lyon et de l'Université de Paris Dauphine, expert financier près la Cour d'Appel de PARIS et chargée de cours à l'Université Paris Dauphine.

3. Déclaration d'indépendance

En application de l'article 261-4 II, SORGEM EVALUATION atteste de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par l'Offre et leurs conseils, susceptibles d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement lors de l'exercice de sa mission. Nous n'avons pas réalisé de missions pour le compte de la Société dans les 18 derniers mois.

Par ailleurs la société Sorgem Evaluation, représentée par Maurice Nussenbaum, a été désignée comme tiers arbitre agissant en vertu de l'article 1592 du Code civil susceptible d'intervenir dans le cadre des contrats de liquidité proposés par l'Initiateur aux salariés disposant d'actions gratuites en période de conservation.

III. PRÉSENTATION DE LA SOCIÉTÉ

1. Activités et caractéristiques du marché de la Société

1.1. La Société a été créée pour exercer une activité de régie publicitaire et s'est progressivement développée dans de nombreux métiers liés à la monétisation de l'audience sur Internet

Créée en 2000, Adverline est devenu l'un des principaux acteurs dans le domaine de la monétisation d'audience sur Internet.

A l'origine la Société a développé une activité de **régie publicitaire** (54% de son chiffre d'affaires en 2011, y compris les revenus de Vertical Mail) qui commercialise, pour le compte d'éditeurs de sites Internet, des espaces publicitaires¹⁹ auprès des agences de publicité ou d'achat d'espace.

Initialement, l'offre de la Société se distinguait par le fait d'agréger l'audience de sites de taille moyenne. Progressivement, elle a élargi son offre à des sites premium, c'est-à-dire disposant de plus de 100.000 visiteurs uniques par mois, et des sites majeurs comme par exemple celui de NRJ.

En 2011, son réseau représentait 700 sites et 21 millions²⁰ de visiteurs uniques par mois, soit plus de 50% des utilisateurs français d'internet.

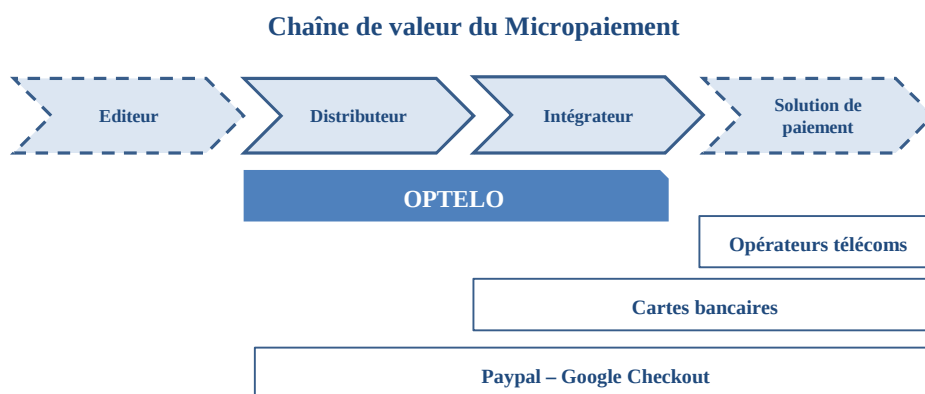
Dès 2002, la Société a diversifié son activité avec la création d'Optelo qui propose des solutions de Micropaiement²¹ aux éditeurs de site afin de monétiser leur contenu et leur audience (25% de son chiffre d'affaires en 2011).

¹⁹ Ce segment de la publicité en ligne est appelé le Display.

²⁰ 14 Millions en B2C et 7 millions en B2B (source : Information memorandum, octobre 2011).

²¹ Appels surtaxés, SMS+, internet+, MPME (solution de paiement sur facture mobile), Paypal, carte bancaire.

Optelo est un intermédiaire entre l'éditeur de site et la solution de paiement : il participe à la distribution et l'intégration sur le site du mode de paiement retenu par l'éditeur du site.



Entre 2003 et 2006, la Société s'est lancée dans l'**édition de sites internet** (21% de son chiffre d'affaires en 2011) avec le développement du site Zoneadsl.com, l'acquisition de son site phare Societe.com et de la société Oxeva.com.

Societe.com est la pierre angulaire de l'activité d'édition de sites de la Société grâce à son activité de ventes d'actes, à son positionnement B2B permettant de cibler une importante audience de CSP+, et à la possibilité de décliner son succès avec les sites annuaire.com et dirigeant.com.

En 2006 et 2007, la Société a poursuivi sa diversification en prenant une participation majoritaire dans Vertical Mail²² qui est le leader français des solutions **emailing** B2B. Vertical Mail occupe tout d'abord cette position grâce à sa capacité à proposer des solutions clé en main : elle donne accès à la plus importante base d'adresses emails professionnelles de France, elle dispose des compétences pour concevoir la campagne, effectuer le routage des emails, et elle dispose d'outils de reporting permettant de suivre l'efficacité de la campagne. Par ailleurs, Vertical Mail propose des solutions permettant à ses clients de gérer leur campagne d'emailing avec leur propre fichier d'adresses emails.

1.2. Les activités de la Société ont bénéficié du développement du marché de la publicité sur Internet qui pourrait rentrer dans une phase plus mature

Depuis sa création la Société a diversifié ses activités qui ont bénéficié des tendances favorables à la publicité et au marketing sur Internet :

- La poursuite non seulement de la croissance du taux de pénétration de l'Internet haut débit, l'apparition et le développement de l'Internet mobile, mais également du temps passé par les consommateurs sur le média Internet.
- La possibilité de mettre en œuvre des modèles de rémunération de plus en plus pointus basés sur la performance. En effet, les outils développés par les différents acteurs

²² Le chiffre d'affaires de cette activité est inclus dans le pôle régie et emailing qui représentait 51% du chiffre d'affaires de l'exercice 2011.

intervenant dans la publicité et le marketing en ligne permettent de connaître de mieux en mieux les caractéristiques des visiteurs d'une cible, et donc de vendre une audience de mieux en mieux qualifiée, mais également de lier la dépense à un critère de performance (nombre de leads ou d'actes d'achat générés...).

- Le développement de nouveaux supports tels que la vidéo online.

Ainsi, le marché de la publicité en ligne a enregistré une croissance annuelle moyenne de 8,5% entre 2009 et 2011²³.

Ces tendances « quasi séculaires » qui ont jusqu'à présent largement protégé les marchés où intervient la Société des effets de la conjoncture tendent à s'essouffler.

Ainsi, l'institut Kantar estime que la croissance du Display s'est limitée à 1,9% sur le premier semestre 2012, ce qui est certes légèrement mieux que l'ensemble du marché publicitaire qui progresse de 1,2% mais moins bien que la télévision ou la radio.

Plus optimiste, la 8^{ème} édition de l'observatoire de l'e-pub chiffre la croissance du marché de la publicité en ligne à 6% sur le premier semestre 2012 (dont +6% également pour le Display). Cependant, il s'agit de la progression la plus faible depuis le second semestre de l'année 2009 qui avait été marquée par les conséquences de la crise des subprimes.

Plus spécifiquement, les activités de la Société sont exposées de la manière suivante aux développements de leur marché :

- Les **activités de régie publicitaire** sont exposées aux évolutions du marché du **Display** qui, malgré des budgets de communication sensibles aux conditions de marché défavorables, devraient continuer à profiter du développement de l'Internet fixe et mobile, des usages de la vidéo et des réseaux sociaux.

Dans ce secteur, la Société a réussi à devenir un interlocuteur naturel des sites premiums, à développer son audience sur des thèmes attractifs (le voyage, la décoration, l'immobilier ...) et sur le segment B2B avec des sites de référence tels que Societe.com, CCI.fr, le réseau des Chambres de Commerce et d'Industrie, AEF...

Les activités de régie publicitaire de la Société sont fortement corrélées aux performances du marché du Display sachant que sa performance peut être largement influencée par le gain ou la perte d'un contrat important, compte tenu de la concentration de sa clientèle. Par ailleurs, ces activités sont également exposées à des menaces telles que la pression des sites publicitaires pour augmenter leurs revenus minimums garantis (ce qui peut peser sur les marges), et aux évolutions technologiques telles que les places de marché automatisées.

- **Dans le domaine de l'édition de sites internet**, la Société exploite principalement, comme nous l'avons indiqué, le site Societe.com et ses déclinaisons dirigeant.com et annuaire.com.

²³ Source : Observatoire de l'e-pub - 7e édition Bilan 2011, Projection 2012, Capgemini Consulting.

Cette activité est également exposée à l'évolution du marché du Display où elle offre une bonne exposition à une audience CSP+. Elle est également favorisée par la demande croissante en informations juridiques et financières (actes, statuts, comptes...), ainsi que par les possibilités de déclinaison du site, et par le développement de synergies avec Vertical Mail.

Sur ce segment, la Société bénéficie de la position de leader et de la notoriété de la marque Societe.com.

- **Le marché de l'emailing** a baissé en 2009 et 2010 avant de se stabiliser en 2011. Ce segment souffre clairement de la saturation des boîtes emails en publicité, et de l'efficacité comparée à d'autres modes de publicité en ligne.

Dans ce contexte, Vertical Mail a bénéficié de son positionnement sur le segment B2B qui n'est pour l'instant pas impacté par cette évolution du marché, l'emailing restant une solution de marketing direct performante pour atteindre la cible des professionnels. Par ailleurs, elle bénéficie d'atouts concurrentiels indéniables par rapport à ses concurrents : une base de données d'emails beaucoup plus importante, et la maîtrise de l'ensemble des processus de mise en œuvre d'une campagne, ce qui en renforce l'efficacité.

- **Le marché du micropaiement (Optelo)** est un marché en plein essor qui devrait doubler de taille en 5 ans avec une croissance moyenne prévisionnelle de 18% grâce notamment au développement de la musique numérique, des applications mobiles et de la vidéo à la demande.

Optelo propose toutes les offres de Micropaiement à ses clients mais reste un petit acteur du marché par rapport à Rentabiliweb et Allopass qui semblent ainsi mieux positionnés pour faire face aux évolutions du marché qui nécessitent des investissements importants.

2. Analyse des caractéristiques financières de la Société

2.1. Chiffre d'affaires de la Société entre 2006 et le 1^{er} semestre 2012 : une croissance soutenue par la croissance interne et externe

Le tableau ci-dessous présente l'évolution du chiffre d'affaires de la Société entre 2006 et le 30 juin 2012 :

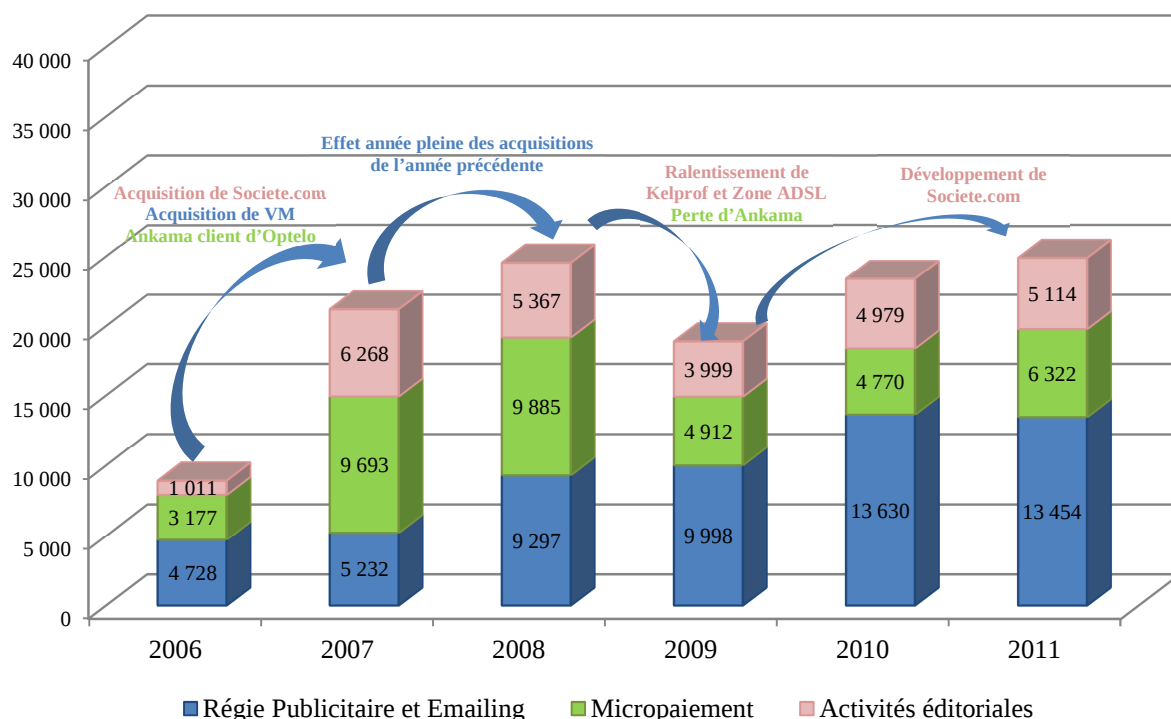
En K€	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Evol 06-11	30/06/12
							TCAM	
Chiffre d'affaires	8 916	21 193	24 549	18 909	23 379	24 891		13 179
<i>Croissance</i>		137,7%	15,8%	-23,0%	23,6%	6,5%	22,8%	6,5%
Autres produits	738	648	1 264	1 280	1 193	1 606		689

Source : Rapports annuels de la Société entre 2006 et 2011

Le chiffre d'affaires de la Société a progressé au taux annuel moyen de 22,8 % sur la période 2006 / 2011. On peut estimer la part de la croissance externe dans cette progression du chiffre d'affaires à 39 % sur cette période²⁴.

L'évolution du chiffre d'affaires de la Société par activité est analysée dans le graphique suivant :

Répartition du chiffre d'affaires de la Société sur la période 2006 à 2011 (en k€)



Entre 2006 et 2007, la Société a changé de taille avec l'acquisition du site Societe.com (août 2006) et d'une participation majoritaire dans Vertical Mail (juillet 2007). Parallèlement, l'activité de Micropaïement a triplé son chiffre d'affaires en un an grâce à l'acquisition d'un important client (Ankama).

En 2009, la Société a enregistré sa première année de baisse de chiffre d'affaires (-23%), ce qui s'explique par la perte du plus gros client de l'activité Micropaïement (Ankama) qui a entraîné une division par deux de l'activité, le ralentissement de la performance de certains sites comme Zoneadsl.com et Kelprof.com, mais également le contexte économique.

Sur les deux derniers exercices, la Société a retrouvé le chemin de la croissance grâce aux succès rencontrés par l'activité de régie publicitaire (développement de la présence auprès de sites premiums et d'offres packagés sur les sites de taille moyenne), et au développement de Societe.com.

²⁴ Base : chiffre d'affaires réalisé l'année de leur acquisition par Vertical Mail, Societe.com, lexode, Kelprof.

Sur le 1^{er} semestre 2012, la Société poursuit sa croissance (+6,5%) malgré un contexte économique difficile qui a vu un fort ralentissement de la progression des investissements publicitaires. La baisse de l'activité d'emailing et de la Régie publicitaire est plus que compensée par les bonnes performances de l'activité d'édition et de Micropaiement.

On peut noter que le poste « autres produits » qui complète les revenus de la Société correspond en grande partie à l'activation des frais de développement. Il s'agit d'un choix comptable qui impacte positivement son résultat d'exploitation par rapport aux sociétés qui comptabilisent ces frais en charge.

2.2. Des marges d'exploitation confortables portées par l'évolution du mix des activités

Le tableau ci-dessous présente le compte de résultat synthétique de la Société entre 2006 et le 30 juin 2012 :

En K€	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Evol 06-11	30/06/12
							TCAM	
Chiffre d'affaires	8 916	21 193	24 549	18 909	23 379	24 891	+ 22,8%	13 179
Marge brute	3 011	7 697	10 936	9 573	11 394	12 363	+32,6%	6 192
MB/CA	33,8%	36,3%	44,5%	50,6%	48,7%	49,7%	+15,9pts	47,0%
Charges de personnel	-1 177	-3 604	-4 669	-4 861	-5 588	-5 598	+36,6%	- 2 851
En % du CA	-13,2%	-17,0%	-19,0%	-25,7%	-23,9%	-22,5%	-9,3pts	-21,6%
Autres charges courantes	-59	-253	-205	-210	-183	-234		-171
En % du CA	-0,7%	-1,2%	-0,8%	-1,1%	-0,8%	-0,9%	-0,3pts	-1,3%
DAP	-141	-377	-625	-721	-924	-1 017		-542
DAP/CA	-1,6%	-1,8%	-2,5%	-3,8%	-4,0%	-4,1%	-2,5pts	-4,1%
Autres charges d'exploitation	-316	-21	-904	-675	-624	-732		-353
Résultat d'exploitation	1 317	3 442	4 532	3 106	4 076	4 781	+ 29,4%	2 274
En % du CA	14,8%	16,2%	18,5%	16,4%	17,4%	19,2%	+4,4pts	17,3%
En % de la MB	43,7%	44,7%	41,4%	32,4%	35,8%	38,7%	-5,1pts	36,7%

La marge brute de la Société correspond à son chiffre d'affaires majoré des autres produits et diminué des reversements qu'elle effectue à ses clients²⁵. L'augmentation du taux de marge brute entre 2006 et 2011 (+15,9 points) s'explique essentiellement par l'amélioration du mix des activités de la Société sur cette période : développement des activités de Societe.com et de l'emailing à forte marge brute et forte diminution de l'activité Micropaiement (avec la perte du client Ankama) où une part importante du chiffre d'affaires est reversée à l'ecommerçant.

Cette évolution du mix a favorisé une croissance de la marge mesurée en rapportant le résultat d'exploitation aux revenus de 14,8% en 2006 à 19,2% en 2011, soit +4,4 points. En revanche, la marge apparaît en baisse sur la période si on la mesure en rapportant le résultat d'exploitation à la marge brute : elle diminue de 43,7% à 38,7%, soit une baisse de -5,1 points.

Ce dernier phénomène s'explique principalement par les charges de personnel qui ont augmenté en moyenne chaque année de 36,6 % (leur poids a ainsi augmenté de 13,2% du

²⁵ Aux sites pour l'activité régie, aux fournisseurs de base de données pour l'activité emailing, aux commerçants sur l'activité Micropaiement.

chiffre d'affaires en 2006 à 22,5% en 2011). A cet égard, il convient de relever qu'il s'agit pour la majorité de charges fixes dont le montant ne s'ajuste que très partiellement en cas de baisse de l'activité. Cette structure de coût rend ainsi la performance de la Société sensible à une dégradation de la conjoncture économique.

On constate par ailleurs une forte hausse des dotations aux amortissements qui sont la contrepartie des frais de recherche activés au bilan (cf. supra).

Les résultats de la Société au premier semestre 2012, font apparaître une détérioration de la marge brute (-2,7 points) et de la marge d'exploitation (-1,9 points), ce qui s'explique essentiellement par une évolution de la répartition des activités en faveur du Micropaiement qui est l'activité qui dispose de la marge brute la plus faible.

2.2. Une faible intensité capitaliste, hors impact des acquisitions, qui favorise une forte rentabilité

Le tableau ci-dessous présente l'évolution des principaux agrégats du bilan économique de la Société entre 2006 et 2011 :

En K€	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Ecarts d'acquisition	7 959	17 874	18 067	18 408	17 201	15 213
Fonds commerciaux	2 515	2 838	2 675	2 511	2 404	1 970
Actif immobilisé hors FC et Ecart d'acq°	653	1 021	1 435	1 742	1 923	2 166
BFR	896	2 266	1 224	1 467	1 003	2 759
CPNE	1 549	3 288	2 658	3 209	2 926	4 925
Capital économique	12 023	24 000	23 400	24 128	22 530	22 108
Capitaux propres	9 174	20 490	21 806	19 889	20 006	22 148
Dette financières nette ajustée	3 377	3 999	2 061	4 887	3 223	624
Impôts différés	-175	-166	-130	-153	-93	-40
Autres	-353	-323	-338	-495	-606	-625
Capital financier	12 023	24 000	23 400	24 128	22 530	22 108
CPNE / chiffre d'affaires	17,4%	15,5%	10,8%	17,0%	12,5%	19,8%
ROCE avant impôts	85,0%	104,7%	170,5%	96,8%	139,3%	97,1%

L'analyse du bilan économique de la Société appelle plusieurs commentaires :

Tout d'abord, on constate que le capital économique de la société est essentiellement composé des écarts d'acquisition et fonds commerciaux hérités de la politique de croissance externe engagée depuis 2006. Hors fonds commerciaux et écarts d'acquisition les CPNE s'élèvent à 4,9 M€ en 2011 ce qui fait ressortir un ratio CPNE/CA limité à 19,8% et un ROCE avant impôts de 97,1%.

Cela signifie que les activités de la Société sont peu capitalistiques (CPNE/CA faible) et que la croissance organique est fortement créatrice de valeur, car la rentabilité marginale du capital investi (ROCE) est élevée.

Le niveau atteint par le ROCE (97% en 2011) résulte du dynamisme des marchés d'Adverline et de l'attrait des actifs incorporels développés (savoir-faire, technologies, bases de données, marques...). On peut néanmoins s'interroger sur la pérennité d'un tel niveau de rentabilité, particulièrement dans un domaine où les ruptures technologiques peuvent être brutales.

On relève ensuite que la Société a mené au fil des ans une politique financière prudente consistant à financer le développement de ses activités et sa politique de croissance externe par la mise en réserve de ses résultats, mais surtout par des augmentations de capital (9,5 M€ en 2007 et 2,3 M€ en 2011). Ainsi, les capitaux propres ont progressé de 9,2 M€ à 22,1 M€ entre 2006 et 2011, tandis que la dette financière nette ajustée s'élevait à 0,6 M€ à la fin 2011.

IV. EVALUATION DES ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ

Afin d'apprécier l'équité du prix offert dans le cadre de l'Offre, nous avons tout d'abord évalué la Société sur la base d'une approche multicritères qui nous a conduit à mettre en œuvre des méthodes d'évaluation (paragraphe 3. et 4.) ainsi que plusieurs références de valorisation (paragraphe 5. et 6.).

Nous exposons au préalable les raisons pour lesquelles nous avons écarté certaines méthodes et références (1.) et les éléments à prendre en compte pour passer de la valeur de l'activité à la valeur par action (2.).

L'examen des travaux d'évaluation effectués par l'Etablissement Présentateur est présenté au paragraphe V.

L'ensemble de nos analyses est fondée sur un prix de l'action Adverline de 8,59 €.

1. Méthodes d'évaluation et références écartées

1.1. Méthode de l'actif net réévalué

Cette méthode consiste à ajuster les capitaux propres de la mise en valeur de marché des actifs et passifs apparaissant au bilan.

Or, les principaux éléments d'actifs à réévaluer, et en particulier les actifs incorporels, ne peuvent être estimés qu'à partir de prévisions.

Dans le cas d'espèce, la mise en œuvre de cette méthode serait redondante avec la méthode des flux de trésorerie.

1.2. Méthode de l'actualisation des dividendes

Cette méthode consiste à actualiser les flux de dividendes attendus. Elle s'envisage, généralement, pour les sociétés matures qui mettent en œuvre une politique de dividende régulière, stable dans le temps, et représentative de leur capacité de distribution.

Si le pacte d'actionnaires conclu entre Mediapost Holding et les Fondateurs prévoit une politique de distribution minimale, celle-ci pourra néanmoins s'écarter de la capacité de distribution effective de la Société.

Dès lors, cette méthode ne paraît pas pertinente pour évaluer la Société.

1.3. Méthode des transactions comparables

Cette méthode consiste à évaluer une société sur la base des multiples constatés lors de transactions impliquant des sociétés du même secteur d'activité.

Cette méthode se heurte souvent à l'absence des données relatives à l'opération ou à la société ayant fait l'objet de la transaction.

Dans le cas d'espèce, on observe que le secteur Internet fait l'objet de nombreuses transactions.

Cependant, ces transactions portent sur des sociétés qui n'exercent qu'une seule des activités de la Société voire une activité trop éloignée du cœur de métier de la Société.

Dès lors, cette méthode ne paraît pas pertinente pour évaluer la Société.

A titre d'information, nous avons identifié deux transactions.

La première porte sur Benchmark Group qui a été acquis en octobre 2010 par la société How to Media Group. Benchmark Group est le propriétaire du Journal du Net, du Journal des Femmes, et du réseau social Copains d'Avant.

Cette opération a été réalisée sur la base d'un multiple de l'EBIT de l'année précédent l'acquisition de 11,2 (source : Epsilon Research).

La seconde concerne l'offre publique d'achat de Leguide.com initiée par le groupe Lagardère en mai 2012. A l'issue de cette première offre le groupe Lagardère a annoncé détenir 60,89% du capital de sa cible et a lancé une offre publique d'achat simplifiée à 28 € par action.

Le Guide.com est spécialisé dans l'édition de services sur Internet d'aide à l'achat pour les consommateurs. En 2011, La société a réalisé un chiffre d'affaires de 28,2 M€ et un résultat d'exploitation de 9,3 M€.

Le tableau ci-dessous présente les multiples d'EBIT auxquels cette transaction aboutit sur la base des comptes de Le Guide.com au 31 décembre 2011 :

	EBIT			VE/EBIT		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013
Le Guide	9 304	10 550	13 150	7,6x	6,7x	5,3x

Source : Note d'opération Leguide.com, rapport annuel 2011 de Leguide.com, consensus des brokers (Reuters)

En retenant comme multiple, le multiple d'EBIT constaté l'année précédant la transaction, et en appliquant le multiple moyen constaté sur ces deux transactions (soit 9,4x), on obtiendrait, à titre d'information, une valeur de l'action Adverline de 6,25 €.

Le prix proposé dans le cadre de l'Opération fait donc ressortir une prime de 38%.

1.4. Référence à l'actif net comptable

Cette méthode consiste à estimer les titres d'une société à partir de la référence à son actif net comptable.

Or, les principaux éléments d'actifs de la Société ne sont pas nécessairement inscrits à l'actif pour leur valeur de marché.

Dès lors, cette méthode ne paraît pas pertinente pour évaluer la Société.

1.5. Référence aux objectifs de cours des analystes

Nous constatons que la Société n'est pas suivie par les analystes financiers.

2. Eléments permettant de passer de la valeur d'entreprise à la valeur par action

2.1. Eléments permettant de passer de la valeur d'entreprise à la valeur des titres

Le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des actions suppose de soustraire et d'ajouter un certain nombre d'éléments qui représentent, globalement, un ajustement à la baisse de 9,0 M€.

Nous retenons parmi les éléments à soustraire de la valeur d'entreprise :

- la dette financière nette au 31 décembre 2011 : 0,6 M€
- les intérêts minoritaires OXEVA valorisés à 1,0 M€
- Les intérêts minoritaires de Vertical Mail valorisés à leur valeur de cession (droits d'enregistrement compris) : 7,7 M€

- le montant des dividendes restant à payer aux minoritaires d'OXEVA et de Vertical Mail au titre de l'exercice 2011 et les dividendes restant à payer aux minoritaires de Vertical Mail au titre du premier semestre 2012 : 0,5 M€

Nous retenons parmi les éléments à ajouter à la valeur d'entreprise :

- les titres de participation Distrimart à leur valeur comptable : 0,5 M€
- les titres de participation Groupe Durable à leur valeur de cession figurant dans la promesse unilatérale des titres au profit d'Arthur Saint-Père et Guillaume Heintz : 0,3 M€

2.2. Nombre d'actions pris en compte

Nous avons un nombre de titres Adverline de 5.742.868 correspondant au nombre d'actions formant actuellement le capital (5.654.868), majoré du nombre d'actions gratuites non encore émises en cours d'acquisition (88.000).

3. Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie

La méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs (« DCF ») consiste à déterminer la valeur de la Société à partir de l'actualisation des cash-flows futurs qu'elle est susceptible de générer.

La méthode des DCF a été mise en œuvre à partir du plan d'affaires 2012-2016 réalisé en mars 2012 par le management, à périmètre constant, dans le cadre du processus de cession (« le Plan d'affaires »).

Cette méthode requiert de déterminer les paramètres suivants :

- les résultats prévisionnels et scénarios envisagés (3.1.) ;
- les investissements et le besoin en fonds de roulement (3.2.) ;
- le taux d'actualisation (3.3.) ;
- les hypothèses de calcul de la valeur terminale (3.4.).

3.1. Résultats prévisionnels et Scénarios envisagés

Le Plan d'affaires du Management repose sur les hypothèses structurantes suivantes :

- une croissance régulière du chiffre d'affaires, jusqu'à atteindre un montant annuel de 44 M€ en 2016 (contre 24,9 M€), traduisant les attentes de la Société en matière de croissance de ses activités d'éditeur de site internet et d'emailing et du développement des synergies entre ces activités ;

- une stabilisation du taux de marge brute de la Société résultant d'une stabilité du taux de marge attendu par activité conjuguée à une absence d'effet de l'évolution du mix des activités ;
- une forte amélioration de la marge d'exploitation (mesurée par le ratio « résultat d'exploitation / chiffre d'affaires ») essentiellement au caractère fixe de certains postes de charges.

Globalement, le Plan d'Affaires fait apparaître une croissance annuelle moyenne sur 10 ans du chiffre d'affaires de 12,2%, de la marge brute de 11,9% et du résultat d'exploitation de 18,1%.

Il convient de noter qu'au terme du Plan d'affaires, la marge d'exploitation de la Société (25 % en 2016) se compare avantageusement à celle constatée actuellement pour les sociétés spécialisées dans les services de monétisation d'audience sur internet.

Le Plan d'affaires traduit ainsi une forte ambition en termes de croissance de l'activité et des marges, notamment au regard du contexte économique qui se dégrade et de l'environnement concurrentiel.

A cet égard, on peut rappeler que la croissance de la publicité en ligne est estimée à 6% sur le premier semestre 2012²⁶ contre 12% à la même période l'année dernière. Ce niveau de croissance est d'ailleurs bien supérieur à celui prévu par la Société en 2012.

Etant donné les hypothèses volontaristes de l'atterrissage du Plan d'affaires, nous avons envisagé deux scénarios pour l'estimation de la valeur de l'action de la Société par la méthode DCF :

- **Scénario 1 :** Maintien du Plan d'affaires 2012-2016 avec des perspectives à long terme où la croissance de la société ne crée plus de valeur et son taux de marge d'exploitation est égal au taux de marge d'exploitation moyen sur la période 2007 – 2016.
- **Scénario 2 :** Extension du Plan d'Affaires sur 4 années supplémentaires avec une diminution de la croissance et du taux de marge d'exploitation jusqu'à atteindre leur niveau normatif où la croissance ne crée plus de valeur.

Le fait de normaliser le taux de marge d'exploitation au niveau moyen d'une période de 10 ans englobant 5 ans d'historique et 5 ans de prévisions traduit notre opinion selon laquelle les marges aux termes du plan d'affaires sont relativement élevées, et risque de baisser soit sous la pression de la concurrence, soit du fait de l'irruption de nouvelles technologies.

²⁶ Observatoire de l'e-pub 8^{ème} édition – Bilan S1 2012, Capgemini Consulting. L'Institut Kantar chiffre même la croissance sur le premier semestre à seulement 1,9%.

3.2. Les investissements et le besoin en fonds de roulement

Aucune estimation du BFR et des investissements prévisionnels n'est communiquée dans le Plan d'Affaires. Leur estimation a donc été réalisée par nos soins à partir d'une analyse historique des comptes de la Société.

Nous avons normalisé le ratio immobilisation/CA, qui comprend les frais de recherche et développement activés, à 8% du chiffre d'affaires.

Le besoin en fonds de roulement d'Adverline est positif : il représente donc un besoin pour la Société. Cela provient en particulier de l'importance des créances clients par rapport aux fournisseurs et autres créiteurs de la Société. Dans le cadre de notre estimation de la valeur de l'action de la Société par la méthode DCF nous avons retenu un ratio de BFR/CA de 8% cohérent avec la moyenne historique du ratio sur les 5 derniers exercices.

3.4. Détermination du taux d'actualisation

3.4.1. Principe

Les flux nets de trésorerie doivent être actualisés au coût des capitaux investis dans l'actif de l'entreprise, c'est-à-dire au taux de rendement des capitaux exigés par les investisseurs, compte tenu du risque intrinsèque de l'activité.

Ce taux correspond à un coût moyen pondéré du capital (ci-après CMPC ou taux d'actualisation).

Compte tenu de la situation financière de trésorerie nette quasi nulle de la Société (Dette financière nette de 0,6 M€ au 31 décembre 2011) et de celles de ses comparables cotés (situation financière peu ou pas endettée), nous avons retenu un taux d'actualisation égal à notre estimation du taux sur fonds propres.

Notre estimation du coût des fonds propres K_{FP} s'appuie sur le Modèle d'Evaluation Des Actifs Financiers (MEDAF) :

$$K_{FP} = R_f + \beta \times \text{prime de risque moyenne du marché Action} + \text{prime de risque éventuelle}$$

Avec :

R_f :	Taux sans risque
Prime de risque pays	Cette prime vient rémunérer le risque supplémentaire supporté par l'ensemble des entreprises d'un pays (risque politique, risque monétaire, etc.)
β :	Béta des actions de la société
Prime de risque moyenne du marché	Elle correspond à la différence entre le rendement espéré du marché Action dans son ensemble et le taux sans risque
Prime de risque éventuelle	Elle peut correspondre par exemple à une prime de taille ou à une prime de risque pays

3.4.2. Taux sans risque

Le taux sans risque reflète la valeur temps de l'argent.

Il est généralement estimé sur la base des rendements offerts par des actifs considérés sans risque de défaut. Sur la base des obligations d'Etat françaises de maturité 10 ans, nous avons retenu un taux sans risque de 2,57 % (source : Bloomberg – moyenne 6 mois au 10 septembre 2012).

3.4.3. Prime de risque moyenne du marché

On distingue traditionnellement plusieurs modes d'estimation de la prime de risque de marché : les primes de risque historiques, les primes de risque anticipées ou les consensus de primes de risque.

D'une manière générale, nous ne privilégions pas les primes de risque anticipées calculées de manière instantanée qui présentent les inconvénients suivants :

- elles sont calculées à partir de modèles complexes tenant compte d'un grand nombre de paramètres, pour certains subjectifs, comme la définition de période de prévision, les taux de croissance retenus dans les prévisions, le taux de croissance à long terme, les taux de distribution de dividendes.... Il en résulte que les hypothèses prises en compte dans leur calcul ne sont pas forcément cohérentes avec celles utilisées dans le modèle de valorisation ;

- elles permettent de suivre l'évolution de l'aversion au risque des investisseurs mais ne correspondent pas nécessairement au taux de rendement supplémentaire attendu par des investisseurs en actions qui investissent sur le long terme, ce qui n'est pas le cas pour les arbitragistes et les gestionnaires de portefeuilles.

Nous privilégions en revanche les primes de risque anticipées calculées à partir de données historiques qui comparent sur une base historique le rendement des actions et le rendement des obligations en ajustant l'écart constaté de phénomènes qui ne devraient pas se reproduire dans le futur. Ces primes de risque sont moins sensibles que les précédentes à la conjoncture immédiate.

A ce titre, nous avons retenu une prime de risque du marché action de 5,0%, déterminée notamment à partir des travaux de Dimson, Marsh et Staunton²⁷.

3.4.4. Coefficient beta

Le coefficient beta est une mesure du risque systématique d'un titre, c'est-à-dire de sa sensibilité aux mouvements du marché.

a- Approche qualitative

Les deux facteurs influençant le risque systématique sont la sensibilité du volume d'activité à la conjoncture économique et le degré de levier opérationnel²⁸ (c'est-à-dire la manière dont une variation d'activité se traduit dans le niveau de marge).

Nous avons montré dans la partie consacrée à la présentation de la Société que le marché de la publicité et du marketing en ligne avait bénéficié depuis plus d'une décennie de tendances positives qui lui ont permis d'être peu sensibles à l'environnement économique.

Cependant, l'arrivée progressive à maturité de ce marché va le rendre plus sensible aux cycles du marché publicitaire, marqués parfois par des à-coups importants en période de ralentissement économique.

Par ailleurs, le levier opérationnel des activités de la Société n'est pas négligeable dans la mesure où en dehors des reversements aux sites clients des activités de régie ou de micropaiement, le principal poste de charges concerne les charges de personnel qui sont en grande partie fixes.

Ces deux facteurs nous conduisent à considérer que le beta de la Société devrait être proche de celui du marché, soit aux alentours de 1,00.

²⁷ Source : études d'Elroy Dimson, Paul Marsh et Mike Staunton, voir notamment « The Worldwide Equity Premium : a smaller puzzle », 7 avril 2006 et « Equity Premia Around the World », 7 octobre 2011

²⁸ Le levier opérationnel traduit les conséquences d'une variation du volume d'activité sur la profitabilité d'exploitation. Lorsque le levier opérationnel d'une société est important, cela signifie que sa profitabilité augmente (baisse) fortement lorsque le volume d'activité augmente (baisse).

b- Approche quantitative

Nous avons également estimé le coefficient beta à partir de l'échantillon de sociétés comparables à la Société que nous présentons plus amplement ci-dessous.

Ce coefficient a été calculé pour les différentes sociétés de notre échantillon à partir de données hebdomadaires sur deux ans, comparées à un indice de référence large (FTSE Eurotop 100).

Nous obtenons également un beta de 1,0 que nous retiendrons dans nos calculs.

3.4.5. Prime de taille

Plusieurs travaux académiques font ressortir que le rendement attendu sur des entreprises de petite taille serait supérieur à celui exigé par la formule du MEDAF. L'étude du cabinet Morningstar (ex. Ibbotson) a fait ressortir cet élément au travers de l'analyse des rendements historiques des entreprises cotées américaines. La prime de taille est alors estimée à 3,89%, (source : 2012 Ibbotson Risk Premia Over Time Report – prime associée aux entreprises dont la capitalisation boursière est inférieure à 422,8 M\$).

3.4.6. Calcul du taux d'actualisation retenu

En utilisant ces paramètres, nous obtenons pour la Société un taux d'actualisation de **11,5%** (soit 2,57 % + 1,0 x 5 % + 3,89%) sur la base duquel nous avons effectué une analyse de sensibilité avec un pas de +/- 0,25 %.

3.3. Valeur terminale

Lorsqu'on fait l'hypothèse qu'à long terme la croissance ne crée plus de valeur, la valeur terminale peut être calculée à partir de la formule suivante (cf. supra):

$$\text{Valeur terminale} = \frac{\text{Résultat d'exploitation après impôts normatif}}{\text{taux d'actualisation}} = \frac{REX_n (1 - T_{IS}) (1 + g_{LT})}{R_{FP}}$$

Les principaux paramètres à prendre en considération pour le calcul de la valeur terminale sont alors le taux d'actualisation, et le résultat d'exploitation normatif.

Nous estimons qu'un taux de croissance à l'infini de 1,5 % (g_{lt}) permet de traduire les perspectives de développement de l'économie sur le long terme, auxquelles sont corrélées les activités Internet. Ce taux est cohérent avec les taux de croissance à l'infini retenu par les brokers pour les sociétés de notre échantillon comparable (entre 1,5% et 2,5%). Nous avons également réalisé une analyse de sensibilité de la valeur à ce paramètre avec un pas de +/- 0,50 %²⁹.

²⁹ Bien que nous calculions la valeur terminale en considérant que la croissance ne créera plus de valeur, la valeur de la Société reste sensible au taux de croissance à l'infini car nous calculons la valeur terminale sur une année normative qui tient compte de ce taux de croissance et nous avons tenu compte d'un scénario où le

Nous avons estimé le taux de marge d'exploitation normatif (REX n) à la moyenne du taux de marge d'exploitation entre 2007 et 2016 soit 19,6%.

Nous avons retenu le taux d'actualisation (R_{FP}) de 11,5% (cf.infra).

3.5. Valeur de l'action Adverline

La méthode de l'actualisation des flux de trésorerie fait ressortir une valeur de l'action Adverline comprise entre 7,40 € (Scénario 1) et 8,46 € (Scénario 2).

Taux de croissance à l'infini	Taux d'actualisation			
	Scénario 1	11,25%	11,50%	11,75%
	1,0%	7,57	7,38	7,19
	1,50%	7,60	7,40	7,22
	2,0%	7,63	7,43	7,25

Taux de croissance à l'infini	Taux d'actualisation			
	Scénario 2	11,25%	11,50%	11,75%
	1,0%	8,59	8,41	8,23
	1,50%	8,66	8,47	8,29
	2,0%	8,72	8,53	8,35

Le prix de 8,59 € proposé dans le cadre de l'Opération est **supérieur de 16% à la valeur centrale du Scénario 1** de la fourchette obtenue par la méthode des DCF et **supérieur de 1% à la valeur centrale du Scénario 2**.

4. Méthode des multiples de sociétés comparables cotées

4.1. Principes

Nous avons estimé la valeur de l'action de la Société à partir d'une approche fondée sur les multiples de valorisation observés sur un échantillon de sociétés comparables à la Société.

Nous avons retenu le multiple d'EBIT, et non le multiple de résultat d'EBITDA, pour atténuer le biais relatif à la politique d'activation des frais de recherche et développement³⁰.

Plan d'affaires est prolongé pour tenir compte d'une convergence du taux de croissance vers le taux de croissance à long terme.

³⁰ Les sociétés ont la possibilité de choisir d'activer ou d'enregistrer en charges leur frais de recherche et développement lorsqu'ils respectent un certain nombre de critères dont notamment la capacité de générer des résultats économiques futurs. En cas d'activation un produit est enregistré qui majore l'EBITDA tandis que l'effet de l'activation est plus faible sur l'EBIT qui tient également compte de l'amortissement des frais de développement. Ainsi, en retenant l'EBIT comme agrégat on minimise l'effet de différences de choix comptable en matière d'activation des frais de recherche et développement :

Nous nous sommes basés sur les agrégats des années 2012 et 2013 communiqués dans le Plan d'affaires de la Société, compte tenu du manque de fiabilité des prévisions effectuées au-delà de cet horizon.

Nous avons calculé la valeur de l'action de la Société sur la base de la médiane des multiples obtenus.

4.2. Présentation des sociétés retenues

Nous avons constitué un échantillon de sociétés cotées comparables à partir des critères suivants :

- réaliser au minimum une des activités de la Société soit de la régie publicitaire sur internet, du emailing, de l'édition de site internet B2B ;
- réaliser la majorité de son activité en Europe ;
- disposer d'une taille de bilan comparable à celle de la Société.

Nous avons retenu un échantillon composé de 7 sociétés.

Les tableaux ci-après synthétisent les principales caractéristiques des sociétés de notre échantillon : leur taille au travers de leur valeur d'entreprise (« VE ») et de leur chiffre d'affaires (« CA ») pour l'année 2011, leurs croissances historiques au travers du taux de croissance annuel moyen historique sur la période 2007 / 2011 (« TCAM 07-11 »), leur perspective de croissance prévisionnelle au travers du taux de croissance prévisionnel du consensus de brokers entre 2012 et 2013, leur rentabilité au travers de leur taux de marge d'exploitation prévisionnelle en 2012 et 2013, et leurs multiples de valorisation à partir du ratio VE / EBIT :

en Million	Monnaie	VE	CA 2011	TCAM 2007/2011	Croissance CA		EBIT/CA		VE/EBIT	
					2012	2013	2012	2013	2012	2013
HI Media	EUR	115	230	17,1%	-8,8%	3,9%	6,6%	7,9%	8,29x	6,72x
Aufeminin.com	EUR	116	47	15,8%	ND	ND	ND	ND		
Antevenio	EUR	16	23	11,0%	1,2%	12,0%	9,2%	10,7%	7,43x	5,70x
Ad think	EUR	26	30	28,1%	22,0%	25,0%	12,4%	13,4%	5,68x	4,19x
TradeDoubler AB	SEK	485	2 957	2,1%	-15,0%	3,7%	4,3%	2,9%	6,56x	5,74x
Valueclick inc	USD	1 292	560	-1,9%	22,2%	11,3%	21,7%	22,9%	8,69x	7,41x
Rentabiliweb Group	EUR	85	83	27,3%	-6,9%	8,6%	16,1%	19,4%	6,81x	5,21x
Moyenne				14,2%	2,5%	10,7%	11,7%	12,9%	7,24x	5,83x
Médiane				15,8%	-2,9%	9,9%	10,8%	12,1%	7,12x	5,72x

Source : cours au 10 septembre 2012, consensus Reuters, données publiées par les sociétés aux 30/06/2012 et 31/12/11

4.3. Valeur de l'action de la Société déterminée par la méthode des multiples de sociétés comparables cotées

Sur la base du Plan d'affaires, la mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers fait ressortir une valeur de l'action comprise entre **4,78 € et 5,44 €**.

Le prix proposé dans le cadre de l'Opération fait donc ressortir une **prime comprise entre 58% et 80 %** par rapport à la valeur obtenue par cette méthode.

5. Références aux transactions récentes sur le capital

5.1. Référence à la transaction réalisée avec les Fondateurs

Aux termes du Protocole d'accord signé entre les Fondateurs et Mediapost :

- Les Fondateurs ont apporté 2.693.253 actions de la Société détenus directement et indirectement à Financière Adverline.
- Mediapost Holding a racheté les actions Financière Adverline reçues par les Fondateurs, sauf une fraction représentant 4.501.000 actions, sur la base d'un prix de l'action Adverline fixé à 8,59 €.
- Les Fondateurs se sont engagés à ce qu'Adverline consente à Mediapost Holding une promesse de vente sur la totalité des parts de sa filiale Vertical Mail sur la base d'un prix reflétant le multiple d'EBIT de 11,66x résultant du prix de 8,59 € par action Adverline.
- L'Initiateur a proposé un contrat de liquidité aux dirigeants et salariés d'Adverline qui n'auront pas pu apporter leurs actions gratuites à l'Opération du fait des contraintes liées au respect des périodes d'acquisition et de conservation. Ce contrat de liquidité prévoit l'échange de promesses d'achat et de vente entre les détenteurs de ces actions gratuites et l'Initiateur à un prix qui sera défini par un tiers arbitre agissant en vertu de l'article 1592 du code civil, sauf si l'exercice des promesses intervient avant la date de certification de l'exercice clos le 31 décembre 2012, auquel cas le prix sera égal à 8,59 €.

Par ailleurs, dans le cadre d'un pacte d'actionnaires, les Fondateurs et Mediapost Holding se sont consentis des promesses réciproques aux termes desquelles les Fondateurs pourront céder leur participation dans Financière Adverline et Mediapost Holding pourra acheter cette participation au cours du premier semestre 2016.

Ces promesses seront exercées sur la base d'un prix calculé à partir d'un multiple de l'EBIT égal à celui résultant du prix payé dans le cadre de l'Opération, soit 11,66x (l'EBIT de référence étant celui du dernier exercice clos).

Enfin, les Fondateurs ont garanti à Mediapost Holding l'exactitude de certaines informations sur la situation financière d'Adverline, de certaines de ses filiales, et d'une holding qu'ils

détenaient en commun. Dans le cadre de cette garantie, ils ont nanti globalement 2.500.000 actions Financière Adverline.

L'ensemble de ces éléments contractuels nous conduit à considérer que les Fondateurs n'ont pas obtenu de la part de Mediapost d'avantages financiers déséquilibrés par rapport aux autres actionnaires :

- Le réinvestissement des Fondateurs dans Financière Adverline était souhaité par Mediapost Holding qui voulait continuer à bénéficier de l'implication des Fondateurs dans le développement d'Adverline, alors que la matérialisation de ce développement représente une part du prix qu'elle a payé et que Mediapost Holding souhaite bénéficier d'un transfert de compétences des Fondateurs au sein du Groupe Mediapost sur des métiers qu'elle n'exerce pas aujourd'hui.
- L'existence de promesses croisées permettant aux Fondateurs de disposer d'une liquidité à l'horizon de 2016 pour leur réinvestissement ne crée pas d'avantage financier car :
 - Ces promesses étant réciproques et consenties sur la base d'un multiple de l'EBIT fixé à l'avance, elles pourront être exercées à l'initiative de l'une ou l'autre des parties que le prix d'exercice des promesses ait évolué positivement ou négativement pour les Fondateurs.

On peut noter à cet égard que, d'un point de vue financier, le fait de consentir une promesse d'achat et de bénéficier d'une promesse de vente³¹, ce qui est la situation des Fondateurs, revient à donner un call (option d'achat) et recevoir un put (option de vente). Or, si ce call et ce put sont des options européennes, c'est-à-dire exerçables à l'échéance³², et si leur prix d'exercice est égal à la valeur du sous-jacent³³, la valeur du call consenti est supérieure à la valeur du put obtenu, ce qui signifie que l'échange des promesses est légèrement défavorable aux Fondateurs.

- La fixation d'un multiple de sortie par l'exercice d'un put ne crée pas d'avantage du fait du call cédé à Mediapost dans la mesure où elle revient à neutraliser l'impact de l'évolution des critères de valorisation à l'horizon de 2016, tandis que l'impact de la gestion des Fondateurs sera prise en compte au travers de l'évolution de l'EBIT.
- Permettre aux Fondateurs d'obtenir une liquidité pour leur réinvestissement à un certain horizon représente un mécanisme équitable vis-à-vis des minoritaires qui disposent eux, au travers de l'Opération, d'une fenêtre de liquidité, immédiate pour l'ensemble des actions qu'ils détiennent dans la Société, alors que cette fenêtre de liquidité n'est, au

³¹ Les Fondateurs consentent une promesse de vente sur leurs titres de la Société et l'Initiateur consent une promesse d'achat sur leurs titres de la Société.

³² Ce qui est pratiquement le cas dans le cas d'espèce dans la mesure où les promesses sont exerçables sur des plages de temps limitées à partir du 1^{er} janvier 2016.

³³ Ce qui est le cas à la date d'échange dans la mesure où leur prix d'exercice reflète exactement les mêmes conditions de valorisation que celles résultant du prix de 8,59 € proposé dans l'Opération, qui représente alors la valeur du sous-jacent.

moment de l'Opération, que partielle pour les Fondateurs qui doivent effectuer un réinvestissement.

Enfin, il convient de noter que les Fondateurs sont les seuls actionnaires à accorder une garantie à Mediapost Holding

Compte tenu de l'ensemble des points développés ci-dessus, nous estimons que l'on peut considérer que les Fondateurs ont cédé leurs actions dans la société Adverline au prix unitaire de 8,59 € sans qu'il y ait lieu de tenir compte d'éléments complémentaires à ce prix.

Le prix de 8,59 € proposé dans le cadre de l'Opération est donc équivalent à la référence résultant de la cession des actions détenues par les Fondateurs.

5.2. Référence sur le Bloc complémentaire

Comme nous l'avons indiqué précédemment, l'Initiateur a acquis, hors marché, 925.661 actions de la Société au prix de 8,59 € auprès de certains actionnaires comprenant des salariés de la Société, les fondateurs de sa filiale Vertical Mail, et des actionnaires ayant souscrit leurs titres dans le cadre de l'augmentation de capital réservée de 2011.

On peut donc considérer que l'ensemble des actions du Bloc complémentaire ont été cédées à l'Initiateur sur la base du prix de 8,59 € sans qu'il y ait lieu de tenir compte d'éléments complémentaires à ce prix.

Le prix de 8,59 € proposé dans le cadre de l'Opération est donc équivalent à la référence résultant de la cession des actions constituant le Bloc complémentaire.

Par ailleurs, certains des salariés qui ont vendu leurs titres à cette occasion, se sont vu proposer par l'Initiateur un contrat de liquidité. Nous estimons que ce contrat ne constitue pas un avantage financier pour les actionnaires à qui ils ont été proposés, dans la mesure où il conjugue les caractéristiques suivantes :

- Les promesses échangées sont réciproques selon un prix déterminé par un tiers arbitre³⁴, ce qui fait qu'aucune des parties n'est assurée de devoir acheter ou vendre les actions concernées à des conditions qui lui soient favorables.
- A l'exception de la période comprise entre le dépôt du projet d'offre et la certification des comptes de l'exercice clos le 31 décembre 2012, les promesses échangées ne prévoient pas de prix garanti.

5.3. Référence à l'augmentation de capital réservée de septembre 2011

La Société a effectué une augmentation de capital réservée à des investisseurs dans le cadre de la loi TEPA.

³⁴ Sauf si l'exercice des promesses intervient avant la date de certification de l'exercice clos le 31 décembre 2012, auquel cas le prix sera égal à 8,59 €

Cette augmentation de capital portait sur 310.118 actions nouvelles au prix unitaire de 7,61 € qui représentait une prime de 76 % par rapport au cours de bourse de l'époque (cours de clôture du 6 septembre 2011).

Le prix de 8,59 € proposé dans le cadre de l'Opération fait ressortir une prime de 13 % par rapport au prix de l'augmentation de capital réservée réalisé par la Société en septembre 2011.

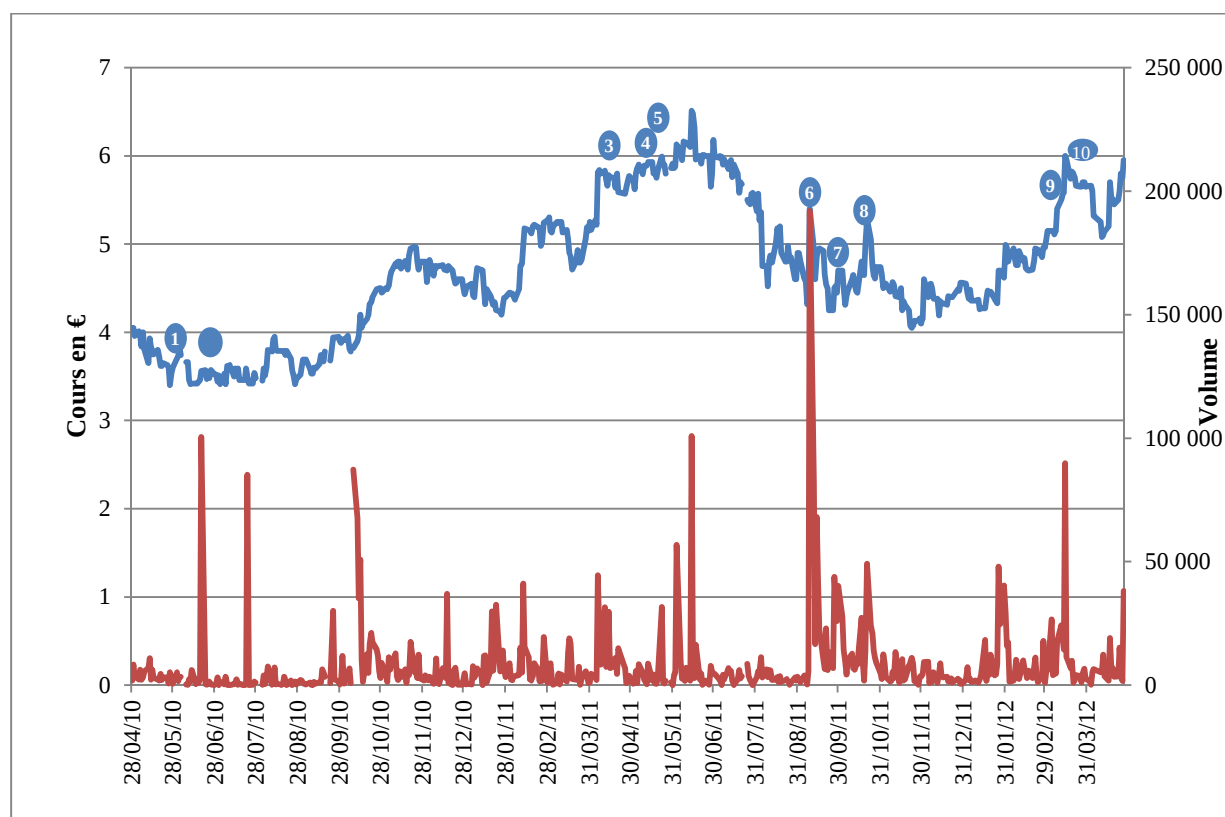
6. Référence au cours de bourse

Le 15 mai 2006, les actions de la Société ont été admises aux négociations sur le marché Alternext by Euronext Paris. Adverline a émis 851.000 actions nouvelles et cédé 488.011 actions existantes au prix de 7,05 euros par action.

Par la suite, la Société a réalisé deux augmentations de capital de 9,5 M€ fin 2007 et de 2,3 M€ fin 2011.

Le graphique ci-dessous présente l'évolution du cours de l'action de la Société, ainsi que les volumes échangés et les événements majeurs ayant pu influencer sur le cours de bourse.

Evolution du cours de bourse et des volumes



Principaux évènements présentés sur le graphique d'évolution des cours

Renvois	Date	Evènements
1	25.05.2010	SeLogger confie à Adverline la régie publicitaire de ses sites Internet
2	10.06.2010	Résultats semestriels 2010 (+22% du CA, +32% du résultat d'exploitation)
3	07.04.2011	Résultats annuels 2011 (+24% du CA, +31% du résultat d'exploitation)
4	05.05.2011	La DILA choisit Adverline comme régie publicitaire exclusive de ses sites service-public.fr ...
5	11.05.2011	Adverline re-signe avec SeLogger, NRJ et Promovacances
6	07.09.2011	Augmentation de capital réservée de 2 millions d'euros
7	20.09.2011	Societe.com disponible sur mobile
8	20.10.2011	Résultats semestriels 2011 (résultat d'expl. en augmentation de 16% pour une marge record de 20%)
9	07.03.2012	Societe.com signe un partenariat exclusif avec Boursorama et atteint les 3 M de VU mensuels
10	15.03.2012	Logic-immo.com rejoint la régie Adverline

Le tableau ci-dessous présente des indications sur le cours de l'action et les volumes échangés sur plusieurs périodes jusqu'au 27 avril 2012, dernier jour avant la suspension de la cotation de l'action de la Société suite à l'annonce des négociations exclusives avec Mediapost Holding.

Analyse des cours et des volumes sur un an

Au 27/04/2012	Spot	1 mois	2 mois	3 mois	6 mois	1 an
Cours moyen pondéré par les volumes (euros)	6,05	5,66	5,65	5,44	5,05	5,16
Prime / décote par rapport au prix de l'offre	42%	52%	52%	58%	70%	67%
Cours le plus haut (euros)		6,05	6,05	6,05	6,05	6,51
Cours le plus bas (euros)		5,08	4,96	4,7	4,05	4,05
Volume moyen quotidien	23 444	8 335	10 553	9 694	7 869	9 454

Depuis la reprise de cotation du titre (le 29 juin 2012), le cours moyen (pondéré par les volumes) sur 1 mois s'élevait à 8,46 € le 10 septembre 2012.

Le prix de l'Offre fait ressortir une prime comprise entre 42 % et 70 % sur la base du cours spot au 27 avril 2012 et des moyennes pondérées des cours calculées sur une période comprise entre 1 mois et 1 an.

7. Synthèse des travaux

Le tableau ci-dessous représente les fourchettes de valorisation de l'action Adverline selon les différentes méthodes d'évaluation et les différentes références retenues ainsi que les primes et décotes induites par un prix de l'offre à **8,59 €**.

	Fourchette		Prime	
	Min	Max	Min	Max
Références				
Cours de bourse	5,05	6,05	42%	70%
Transactions récentes sur le capital et augmentation de capital récente				
Transactions avec les Fondateurs		8,59		0%
Transactions sur le Bloc complémentaire		8,59		0%
Augmentation de capital de sept-2011		7,61		13%
Méthode d'évaluation				
Méthode DCF	7,40	8,47	1%	16%
Comparables boursiers	4,78	5,44	58%	80%

Le prix de l'offre de 8,59 € extériorise une prime comprise entre 1% et 16% par rapport à la valeur de la méthode des flux de trésorerie, une prime comprise entre 58% et 80% par rapport à la méthode des comparables boursiers, une prime comprise entre 42% et 70 % par rapport aux références au cours de bourse et est équivalente au prix payé aux Fondateurs et pour le Bloc complémentaire, tandis qu'il est supérieur de 13% au prix de l'augmentation de capital réservée de septembre 2011.

V. ANALYSE DES TRAVAUX RÉALISÉS PAR L'ÉTABLISSEMENT PRÉSENTATEUR

La comparaison des résultats des travaux de CM-CIC Securities (« l'Etablissement présentateur ») et de nos travaux sont présentés dans le tableau ci-dessous :

	Etablissement présentateur		Sorgem Evaluation	
	Min	Max	Min	Max
Références				
Cours de bourse	4,00	7,99	5,05	6,05
Transaction récentes sur le capital et Augmentation de capital récente	7,61	8,59	7,61	8,59
Méthode d'évaluation				
Méthode DCF	7,20	8,16	7,40	8,47
Comparables boursiers	4,89	6,41	4,78	5,44

L'Etablissement Présentateur a retenu des références de valorisation et mis en œuvre des méthodes d'évaluation identiques aux nôtres.

Nous commentons ci-dessous nos principaux écarts qui portent sur la mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers (1.) et la méthode des DCF (2.) sachant que notre différence sur la référence au cours de bourse provient du fait que nous ne retenons pas le cours le plus haut et le bas, et que notre ajustement permettant de passer de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres est légèrement inférieur à celui de l'Etablissement Présentateur dans la mesure où elle retient l'ensemble des provisions non courantes en dettes.

1. Commentaires sur la mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers

Trois points expliquent nos différences dans la mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers.

Tout d'abord, nous avons retenu un échantillon de sociétés comparables différent, l'Etablissement présentateur ayant inclus 1000mercis et Weborama alors que nous avons estimé que les caractéristiques de ces sociétés en termes soit de métier, de taille, ou niveau de croissance prévisionnelle n'étaient pas réellement comparables. Par ailleurs, nous avons inclus dans notre échantillon les sociétés Ad Think, TradeDoubler AB et Valueclick Inc qui n'ont pas été retenues par l'Etablissement présentateur.

Ensuite, nos résultats divergent du fait de références différentes en ce qui concerne la période de calcul de la moyenne des cours de référence (3 mois pour l'Etablissement Présentateur de l'Offre et 1 mois pour nous) et le consensus pour les prévisions de résultats.

Enfin, nous avons retenu le multiple d'EBIT alors que l'Etablissement présentateur a également retenu le multiple d'EBITDA. Nous n'avons pas retenu le multiple d'EBITDA car nous estimons que cet agrégat peut être impacté par des choix comptables différents des comparables concernant l'activation des frais de recherche et développement.

2. Commentaires sur la mise en œuvre de la méthode des DCF

Deux points principaux expliquent nos différences dans la mise en œuvre de la méthode des DCF.

Nous avons tout d'abord envisagé deux scénarios pour le calcul de la valeur de la Société dont l'un tient compte d'une prolongation du Plan d'affaires afin de faire converger progressivement le taux de croissance du chiffre d'affaires et la marge d'exploitation vers le niveau de long terme que nous avons retenu. L'Etablissement présentateur n'a pas retenu ce scénario et a calculé la valeur terminale sur la base d'une année normative déterminée juste après l'horizon du Plan d'affaires 2012-2016.

Nous avons ensuite considéré que le secteur d'activité de la Société était propice aux innovations technologiques susceptibles de remettre en cause les rentes acquises par les acteurs du secteur dans un contexte où la rentabilité marginale des capitaux investis est très élevée. Cela nous a conduit à considérer que la valeur terminale devait être calculée en considérant que la croissance ne créait plus de valeur au-delà de notre année normative. L'Etablissement présentateur a fait un choix méthodologique différent en considérant que la rentabilité marginale des investissements resterait constante et supérieure au taux d'actualisation ce qui l'a conduit à retenir la formule de calcul de la valeur terminale suivante :

$$Valeur\ terminale = \frac{Free\ cash\ flow\ to\ firm}{taux\ d'actualisation - taux\ de\ croissance}$$

Cependant, les valeurs obtenues sont très proches.

VII. CONCLUSION

Nous avons été désigné par le conseil d'administration d'Adverline conformément à l'article 261-1 I 1° et II du règlement général de l'AMF au titre du risque de conflit d'intérêt au sein du conseil d'administration de la Société ainsi que dans le cadre de la mise en œuvre du retrait obligatoire.

Le prix de l'Offre et de l'éventuel RO a été fixé à 8,59 € par l'Initiateur.

1. Conclusion sur le caractère équitable de l'Offre

L'Initiateur va lancer une offre publique d'achat simplifiée sur la Société, qui revêt un caractère obligatoire en application des articles 234-2 et 235-2 du Règlement Général de l'AMF.

Dans ce cadre, nous considérons que le prix de 8,59 € proposé dans le cadre de l'Offre est équitable dans la mesure où il correspond au prix payé par l'Initiateur aux Fondateurs et pour le Bloc complémentaire, et que l'analyse des clauses des accords signés entre les Fondateurs, Financière Adverline et Mediapost ne fait pas apparaître d'avantages financiers pour les Fondateurs par rapport aux autres actionnaires.

Par ailleurs, l'Offre est également équitable pour les porteurs d'actions gratuites dès lors qu'ils bénéficient d'un contrat de liquidité.

2. Conclusion sur le caractère équitable d'un éventuel retrait obligatoire

Dans le cas où l'Initiateur viendrait à détenir à l'issue de l'Offre au moins 95 % du capital et des droits de vote, il mettra en œuvre une procédure de retrait obligatoire.

L'Opération a été le résultat d'un processus d'enchère concurrentiel aux termes duquel les Fondateurs ont cherché à valoriser leur participation dans la Société tant vis-à-vis d'investisseurs financiers que d'acquéreurs industriels, susceptibles d'extérioriser des synergies, et ont obtenu un prix de 8,59 € par action de la Société.

Par ailleurs, comme nous venons de le noter, les accords annexes signés par les Fondateurs ne font pas apparaître qu'ils auraient bénéficié d'avantage financier par rapport aux autres actionnaires.

En principe, ce prix de 8,59 € reflète donc la valeur intrinsèque de la Société majorée du supplément de valorisation qu'un industriel est susceptible de proposer compte tenu des synergies qu'il attend.

Cette hypothèse est validée par le fait que ce prix de 8,59 € est supérieur aux résultats obtenus dans le cadre d'une méthode multicritères :

- la prime offerte est comprise entre 1% et 16% par rapport aux résultats obtenus par la méthode des DCF appliqué au plan d'affaires ambitieux réalisé par les Fondateurs dans le cadre du processus de cession ;
- la prime offerte est comprise entre 58% et 80% par rapport aux résultats obtenus par la méthode des comparables ;
- la prime offerte est comprise entre 42% et 70% par rapport à la référence du cours de bourse ;
- la prime offerte est de 13% par rapport à la référence à l'augmentation de capital réservée effectuée en septembre 2011.

Nous estimons également que l'éventuel retrait obligatoire est équitable pour les porteurs d'actions gratuites compte tenu des caractéristiques du contrat de liquidité qui leur a été proposé.

Nous estimons donc que le prix de 8,59 € est équitable pour les actionnaires minoritaires dans le cas éventuel d'un retrait obligatoire.

Fait à Paris, le 14 septembre 2012,

Pour SORGEM EVALUATION
Maurice Nussenbaum

Annexe 1 : Diligences effectuées par l'expert

1. Programme de travail

Sorgem Evaluation a mis en œuvre le programme de travail suivant :

- Analyse du contexte de l'Opération ;
- Analyse des comptes consolidés d'Adverline ;
- Entretiens avec la direction de la Société sur les points suivants :
 - ✓ présentation de l'Opération, de son contexte et de ses motifs ;
 - ✓ description des activités de la Société, de ses marchés et de l'environnement concurrentiel ;
 - ✓ présentation du budget 2012 et du contexte de sa réalisation ;
 - ✓ présentation du Plan d'Affaires 2012 – 2016 ;
 - ✓ présentation des comptes du premier semestre 2012 et des perspectives pour la fin de l'année.
- Entretien avec les conseils financiers de la Société ;
- Analyse financière des comptes historiques de la Société ;
- Mise en œuvre d'une approche multicritère pour l'évaluation de la Société ;
- Analyse du cours de bourse de la Société : analyse de la liquidité et de l'évolution du cours ;
- Evaluation de la Société sur la base de la méthode des Discounted Cash Flows ;
- Examen de la pertinence d'une évaluation de la Société fondée sur une approche analogique avec la mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers et des transactions comparables. Dans ce cadre, identification de sociétés et de transactions comparables, identification du sens et de l'importance des biais résultant des différences existant entre la Société et les sociétés comparables et évaluation de la Société sur le base de la méthode des comparables boursiers ;
- Analyse des différentes méthodes d'évaluation mises en œuvre par l'Etablissement présentateur pour leur évaluation ;
- Revue indépendante ;

- Rédaction du présent rapport d'expertise indépendante ;

2. Liste des personnes rencontrées

Dans le cadre de la mission qui nous a été confiée, nous avons été amenés à rencontrer les personnes suivantes :

Adverline :

M. Charles Costa de Beauregard (Directeur Général Délégué)
M. Marc Wacongne (Directeur général Délégué)

Vertical Mail :

M. Alain Corban (Président)
M. Alban de Meaux (Directeur Associé)

Groupe La Poste :

Christophe Mare (Responsable Fusions-Acquisitions Sofipost)
Hugues Hansen (Directeur Général Finance, Mediapost)

CM CIC Securities :

M. Pierre Gerval (Directeur)
Mme Françoise Etienne (Directeur de la Recherche Corporate)
Mme. Dominique Descours (Analyste Corporate)

Fidufrance :

Maître Sandrine Chiche (Avocat)

Goetzpartners :

Oriane Durvy (Directeur Associé)
Alexandre Meyer (Analyste)

Vivien et associés :

Maître Bernard Laurent-Bellue (Associé)

3. Informations et documents utilisés

Document	Source
Comptes sociaux et comptes consolidés de la Société et de ses filiales	Adverline
Documentation juridique relative aux accords entre Mediapost et les Fondateurs	Adverline
Contrat de liquidité	Adverline
Projet de note d'information sur l'Opération	Etablissement présentateur
Rapport de valorisation de l'Etablissement présentateur	Etablissement présentateur
Plan d'affaires 2012 - 2016	Adverline
Documentation sur les comptes au 30 juin 2012	Adverline
Information Mémoire de la Société	Adverline
Notes d'analystes	Thomson Research
Informations financières diverses (cours de bourse, bêtas,...)	Bloomberg
Informations financières sur les sociétés citées dans le rapport	Reuters/sites internet

4. Calendrier de l'étude

- Désignation de Sorgem Evaluation par le conseil d'administration : 26 juin 2012
- Réalisation des diligences décrites au paragraphe 1 : 26 juin au 14 septembre 2012
- Remise du rapport définitif : 14 septembre 2012

5. Réserves

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents et informations de nature économique, juridique, comptable et financière qui nous ont été communiqués par la Société ainsi que ses conseils.

Nous avons considéré que ces documents étaient fiables et transmis de bonne foi et ne les avons donc ni validés ni audités.

Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas audité ou validé les données prévisionnelles utilisées. Nous avons néanmoins cherché à en apprécier le caractère raisonnable au regard des performances historiques de la Société, des explications orales et écrites obtenues auprès du management, et des performances historiques et prévisionnelles observées sur les sociétés comparables.

Les fourchettes de valorisation présentées dans le présent rapport et notre opinion sur le caractère équitable du prix des actions de la Société reposent sur des paramètres financiers (taux sans risque, primes de risque, cours et données prévisionnelles des sociétés comparables) qui sont susceptibles de varier dans le temps, notamment en fonction des conditions économiques et des anticipations des agents économiques.

Annexe 2 : Rémunération

Le montant des honoraires forfaitaires perçus par Sorgem Evaluation au titre de la présente mission s'élève à 55.000 € hors taxes.

3.4 ADDENDUM A L'ATTESTATION D'ÉQUITÉ DU CABINET SORGEM EVALUATION

« En application de l'article 261-1 I 4° relatif aux opérations connexes à une offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix, nous apportons les précisions suivantes concernant la société Vertical Mail (« VM ») qui est la filiale d'Adverline (« la Société ») spécialisée dans les solutions d'emailing B2B.

Le 31 août 2007, Adverline a procédé à l'acquisition de 50,08% du capital de VM pour un montant de 8,5 M€. Les dirigeants fondateurs de VM conservaient alors le solde du capital (soit 651 actions sur un total de 1.304).

Parallèlement, la Société et les actionnaires fondateurs de VM ont conclu une double promesse :

- La Société a consenti une promesse d'achat sur l'ensemble des actions encore détenues par les fondateurs de VM, exerçable entre le 1^{er} janvier 2012 et le 31 décembre 2014, sur la base d'un multiple de 9,0 fois le résultat d'exploitation.
- Les fondateurs de VM ont consenti une promesse de vente de leurs actions à la Société, exerçable entre le 1^{er} janvier 2015 et le 31 décembre 2017, sur la base d'un multiple de 9,0 fois le résultat d'exploitation.

En 2009, la Société a porté sa participation dans VM à 63,65% pour un montant de 2,5 M€.

Ensuite, les 9 et 10 mai 2012, la Société a continué à renforcer sa participation dans VM. En acquérant 239 titres pour un montant de 3.833.134,79 euros, elle a porté sa participation dans cette dernière à 81,98%.

Cette opération a été financée d'une part grâce au produit de l'augmentation de capital réservée qui avait été réalisée fin 2011 sous l'égide de la loi TEPA (2,0 M€), et d'autre part grâce à un prêt d'OSEO d'un montant net de 1,892 M€.

Finalement, le 26 juin 2012, la Société a exercé, en accord avec les actionnaires fondateurs de VM, sa promesse de vente et porté sa participation dans VM à 100 %, pour un montant de 3.769.056,45 euros. Cette opération, réalisée comme prévu sur la base d'un multiple de 9,0 fois le résultat d'exploitation, a été financée de la manière suivante :

- pour un montant de 1.884.490,95 euros par un prêt effectué par Mediapost Holding à la Société, sur une durée de 7 années, amortissable annuellement, au taux de 4,70% ;
- pour le solde par une avance en compte courant consentie à la Société par Financière Adverline.

Financière Adverline a financé de son côté cette avance grâce à une augmentation de capital de 9.869.919 euros souscrite par Mediapost Holding. Il faut noter que cette augmentation de capital a également été utilisée par Financière Adverline pour l'acquisition de 925.661 actions Adverline détenues par des actionnaires minoritaires.

L'acquisition par la Société du solde du capital de VM s'inscrit donc dans le cadre de l'accord de 2007 conclu entre la Société et les Fondateurs de VM, et a été effectuée sur la base du multiple de valorisation prévu dans cet accord.

Suite à l'Opération, Mediapost Holding envisage d'intégrer VM dans sa propre activité d'emailing. Cette réorganisation a pour objectif de déployer l'expertise managériale dont elle dispose dans ce domaine, et qui manquera à la Société suite au départ prévu des fondateurs de VM.

Dans ce cadre, la Société a consenti une promesse de vente à Mediapost Holding. Ainsi, elle s'est engagée à céder 100 % de VM à un prix de 27,85 M€¹ (pour une valeur nette comptable au 31 décembre 2011 de 18,68 M€), calculé sur la base du même multiple d'EBIT que celui ayant abouti à la fixation d'un prix de 8,59 € par action de la Société dans le cadre de l'Opération (soit 11,66).

Cette promesse de vente permet aux actionnaires de la Société de connaître à l'avance les conditions dans lesquelles la Société pourra être amenée à céder les titres de VM à Mediapost Holding dans un contexte où les fondateurs de VM, qui disposent de l'expertise pour diriger cette activité, vont quitter la Société. A titre d'information, nous relevons que le poids de VM dans la valeur d'entreprise de la Société s'établit à 37 % dans le cadre de la méthode des DCF.

Par ailleurs, il est important de relever que le taux de croissance de l'EBITDA prévu pour VM, sur l'horizon du plan d'affaires effectué par le management de la Société, est inférieur à celui de l'ensemble des activités de la Société. Toute chose égale par ailleurs, cela signifie que le multiple applicable à VM devrait être inférieur à celui appliqué à la Société.

Ainsi, nous estimons que l'ensemble des opérations exposées ci-dessus concernant VM et concomitantes à l'Opération, notamment la promesse de vente octroyée par la Société à Mediapost Holding sur VM, ne crée pas d'avantage spécifique ni pour Mediapost ni pour les fondateurs de la Société.

Par ailleurs, nous relevons que MM. Audren de Kerdrel et Costa de Beauregard ont été renommés respectivement aux postes de directeur général et directeur général délégué, par le conseil d'administration de la Société modifié suite à la prise de contrôle par Mediapost Holding. En cas de retrait obligatoire, il est prévu que la Société devienne une société par actions simplifiée et que MM. Audren de Kerdrel et Costa de Beauregard (ou leurs holdings personnelles) seront nommés directeurs généraux de l'Initiateur. En somme, il est prévu que suite à l'Opération, les fondateurs de la Société continuent à diriger celle-ci. En contrepartie, ils continueront à percevoir une rémunération dont les conditions sont équivalentes à celles qui prévalaient jusqu'à présent.

Pour SORGEM EVALUATION
Maurice Nussenbaum

¹ Augmentée du montant de la situation nette de VM au 30 avril 2012 (0,7 M€).

4 ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INFLUENCE SIGNIFICATIVE SUR L'OFFRE

4.1 PACTE D'ASSOCIES

Un Pacte d'Associés a été conclu le 26 juin 2012 entre (i) messieurs Loïc Audren de Kerdrel, Charles Costa de Beauregard, (ii) leurs holdings personnels, les sociétés Financière du Douron, CCB Conseils et (iii) Mediapost Holding pour une durée initiale de quatre ans, tacitement renouvelable pour des durées de deux ans à défaut de dénonciation préalable par une des parties moyennant un préavis d'un an.

Ce Pacte d'Associés a pour objet principal d'organiser les relations entre les associés de Financière Adverline, conformément aux principales clauses suivantes :

4.1.1 *Règles de gouvernance de Financière Adverline*

Financière Adverline est administrée par une présidente. Les fonctions de présidente sont assurées par Madame Nathalie Andrieux qui a été nommée pour une durée indéterminée. En cas de révocation ou de démission de la présidente, son remplaçant sera nommé à la majorité simple des associés sur proposition de Mediapost Holding.

4.1.2 *Règles de gouvernance d'Adverline*

Les règles de gouvernance d'Adverline, telles qu'elles ont été convenues par les parties au Pacte d'Associés sont décrites ci-dessous.

4.1.2.1 *Composition actuelle des organes sociaux et de direction d'Adverline*

Le 26 juin 2012, le conseil d'administration d'Adverline s'est réuni afin de constater la démission de leurs fonctions d'administrateurs de messieurs Charles Costa de Beauregard, Guillaume Foillard et David Hoppenot.

Il a été procédé à leur remplacement, par cooptation, selon les principes suivants :

- à la suite de la démission de monsieur David Hoppenot, madame Nathalie Andrieux a été cooptée par les administrateurs restants pour la durée du mandat de son successeur, soit jusqu'à l'assemblée générale qui statuera sur les comptes d'Adverline qui seront clos le 31 décembre 2013 ;
- à la suite de la démission de monsieur Guillaume Foillard, monsieur Hugues Hansen a été coopté par les administrateurs restants pour la durée du mandat de son successeur, soit jusqu'à l'assemblée générale qui statuera sur les comptes d'Adverline qui seront clos le 31 décembre 2013 ; et
- à la suite de la démission de monsieur Charles Costa de Beauregard, monsieur Sébastien Caron a été coopté par les administrateurs restants pour la durée du mandat de son successeur, soit jusqu'à l'assemblée générale qui statuera sur les comptes d'Adverline qui seront clos le 31 décembre 2013.

Ces cooptations devront être ratifiées par la prochaine assemblée générale d'Adverline.

Par ailleurs, monsieur Loïc Audren de Kerdrel a également démissionné, le 26 juin 2012, de son mandat de président-directeur général.

Ainsi, le conseil d'administration a décidé de procéder à la dissociation des fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général d'Adverline. Les administrateurs ont en conséquence nommé (i) madame Nathalie Andrieux en qualité de nouvelle présidente du conseil d'administration pour la durée de son mandat

d'administrateur et (ii) monsieur Loïc Audren de Kerdrel en qualité de directeur général pour la durée de son mandat d'administrateur.

Enfin, au cours de cette réunion du conseil d'administration d'Adverline, monsieur Charles Costa de Beauregard a également démissionné de ses fonctions de directeur général délégué d'Adverline. Il a été renommé en cette qualité pour une durée de deux (2) ans, expirant à l'issue de l'assemblée générale qui statuera sur les comptes d'Adverline qui seront clos le 31 décembre 2013.

Certains des membres du conseil d'administration d'Adverline exercent des fonctions au sein de Financière Adverline et de Mediapost Holding, comme l'indique le tableau ci-dessous :

Membre concerné	Autres mandats exercés
Madame Nathalie Andrieux Président du conseil d'administration	Financière Adverline : - présidente Mediapost Holding : - présidente

Financière Adverline n'envisage pas d'apporter de modification dans la composition des organes sociaux et de direction d'Adverline tant que les Actions Adverline seront admises aux négociations sur le marché Alternext de NYSE-Euronext Paris.

4.1.2.2 *Composition des organes sociaux et de direction d'Adverline après mise en œuvre du retrait obligatoire*

En cas de mise en œuvre, si les conditions en sont réunies, d'une procédure de retrait obligatoire telle que prévue au chapitre VII du Livre II du règlement général de l'AMF, Adverline sera transformée en société par actions simplifiée. Dans cette hypothèse, les règles en matière de gouvernance d'Adverline, sont d'ores et déjà convenues dans le Pacte d'Associés.

Adverline, sous sa nouvelle forme de société par actions simplifiée, sera présidée par Financière Adverline, qui sera nommé pour une durée indéterminée. Le président sera assisté par deux directeurs généraux et un comité d'orientation.

Les fonctions de directeurs généraux seront respectivement exercées par messieurs Loïc Audren de Kerdrel (ou son holding personnel, la société Financière du Douron) et Charles Costa de Beauregard (ou son holding personnel, la société CCB Conseils) qui seront nommés pour une durée expirant le 31 mars 2016.

Les membres du comité d'orientation seront désignés par décision collective des associés selon les principes suivants : (i) le président d'Adverline sera membre de droit du comité d'orientation et le présidera, (ii) deux (2) membres du comité d'orientation seront désignés sur proposition de Mediapost Holding, et (iii) deux (2) membres du comité d'orientation seront désignés sur proposition de Financière du Douron et de CCB Conseils.

Le comité d'orientation assistera le président et les directeurs généraux dans le cadre de la gestion d'Adverline. Certaines décisions du comité d'orientation ne pourront être prises qu'à l'unanimité de ses membres.

4.1.3 Règles applicables aux transferts des actions

- (a) Inaliénabilité des actions Financière Adverline : sauf certaines exceptions limitativement énumérées, les associés de Financière Adverline ne pourront transférer leurs actions Financière Adverline détenues par chacun d'eux avant le 31 mars 2016. Ce principe d'inaliénabilité des actions est confirmé dans les statuts de Financière Adverline qui stipulent que les actions sont inaliénables jusqu'au 31 décembre 2016.
- (b) Anti-dilution : chaque partie au Pacte d'Associés bénéficiera d'une clause anti-dilution par le biais d'un droit préférentiel de souscription lors de toute opération d'augmentation du capital de Financière Adverline ou d'émission de valeurs mobilières de Financière Adverline.

4.1.4 Promesse de vente et promesse d'achat

Mediapost Holding a consenti, par le Pacte d'Associés, une promesse d'achat portant sur la totalité des actions Financière Adverline qui seront détenues par messieurs Loïc Audren de Kerdrel, Charles Costa de Beauregard, Financière du Douron et CCB Conseils. Ces promesses d'achat pourront être exercées par chacun de leur bénéficiaire à compter du 1^{er} janvier 2016 et pendant une durée de trois (3) mois, soit jusqu'au 31 mars 2016.

De leur côté, messieurs Loïc Audren de Kerdrel, Charles Costa de Beauregard, Financière du Douron et CCB Conseils ont consenti, par le Pacte d'Associés, des promesses de vente portant sur la totalité des actions Financière Adverline qu'ils détiendront, au profit de Mediapost Holding. Ces promesses de vente pourront être exercées par Mediapost Holding à compter du 1^{er} avril 2016 et pendant une durée de trois (3) mois, soit jusqu'au 30 juin 2016.

Le prix de cession des actions sous promesses sera déterminé par application d'une formule se basant sur la valeur d'entreprise des sociétés composant le Groupe Adverline augmentée des valeurs d'entreprise de CKFD et de Financière Adverline et retraitée des situations financières nettes des sociétés composant le Groupe Adverline, de CKFD et de Financière Adverline. La valeur d'entreprise sera déterminée par application d'un multiple d'EBIT qui sera identique au multiple d'EBIT retenu dans le cadre de l'Offre pour la valorisation des actions Adverline.

Une procédure d'exercice anticipé des promesses est prévue à la suite de la survenance de plusieurs événements dont notamment la cessation des fonctions au sein de Financière Adverline de messieurs Loïc Audren de Kerdrel ou Charles Costa de Beauregard et/ou la cessation des fonctions de Financière du Douron ou CCB Conseils. Dans certaines des hypothèses d'exercice anticipé, le prix de cession des actions sous promesses, tel que déterminé par application de la formule visée ci-dessus pourra faire l'objet d'une décote. Il est précisé qu'aucune hypothèse d'exercice anticipé n'entraîne une surcote du prix de cession des actions sous promesses, tel qu'il sera déterminé par application de la formule ci-dessus.

4.1.5 Engagements d'exclusivité, de non-concurrence et de non-sollicitation

Messieurs Loïc Audren de Kerdrel et Charles Costa de Beauregard sont tenus par des engagements d'exclusivité pendant toute la durée de leur mandat social.

Ils sont par ailleurs tenus par des engagements de non-concurrence et de non-sollicitation. Ces engagements sont applicables jusqu'à l'issue d'une période de deux (2) ans à compter de la perte de leur qualité d'associé, de mandataire social ou de salarié de Financière Adverline. Ces engagements sont limités à toute activité portant sur la monétisation d'audience sur Internet, l'édition de sites Internet, les services de paiement sur Internet ou l'hébergement de sites Internet.

4.1.6 *Engagements relatifs aux distributions de dividendes*

Les engagements relatifs aux distributions de dividendes, tels qu'ils ont été convenus par les parties au Pacte d'Associés sont décrits ci-dessous.

Il est dans l'intention de l'Initiateur de mettre en œuvre une politique de distribution conforme à la capacité distributive d'Adverline et de ses filiales, à leur situation de trésorerie et à leurs capacités de financement.

Il est précisé à cet égard que conformément aux stipulations du Pacte d'Associés (i) Financière Adverline distribuera chaque année l'intégralité de son bénéfice distribuable, (ii) Adverline distribuera chaque année 45 % de son bénéfice distribuable (étant précisé qu'Adverline pourra distribuer un pourcentage supérieur pour autant que ses besoins de financement courants soient assurés par ailleurs), et (iii) les filiales d'Adverline distribueront chaque année l'intégralité de leur bénéfice distribuable.

4.2 CONVENTION DE GARANTIE

Dans le cadre de l'acquisition par Mediapost Holding d'actions Financière Adverline auprès du Groupe Familial et de Financière du Douron et CCB Conseils, Mediapost Holding a souhaité que les Associés Fondateurs, Financière du Douron et CCB Conseils lui garantissent l'exactitude de certaines informations sur leur situation et la situation de Financière Adverline, de CKFD, d'Adverline et de ses filiales.

Les Associés Fondateurs, Financière du Douron et CCB Conseils, en qualité de garants, d'une part et Mediapost Holding, en qualité de bénéficiaire, d'autre part, ont donc conclu, le 26 juin 2012, une convention de garantie d'actif et de passif (la "Convention de Garantie").

En sûreté et garantie de la Convention de Garantie, Financière du Douron et CCB Conseils ont chacune consenti, en faveur de Mediapost Holding, un nantissement portant sur 1.250.000 actions Financière Adverline.

Ainsi sur les 2.250.000 actions Financière Adverline détenues par chacune de ces sociétés, seules 1.000.000 d'actions Financière Adverline pour chacune ne font l'objet d'aucun nantissement.

4.3 CONTRATS DE LIQUIDITÉ AVEC LES BÉNÉFICIAIRES D' ACTIONS GRATUITES EN PÉRIODE DE CONSERVATION ET/OU D'ACQUISITION

4.3.1 *Description des actions attribuées à titre gratuit*

Il existe, à la connaissance de l'Initiateur, une forte politique d'intéressement des salariés du groupe Adverline par l'attribution gratuite d'actions Adverline. Lors de ces attributions gratuites d'actions, le conseil d'administration d'Adverline a fixé au minimum à deux ans chacune des périodes d'acquisition et de conservation et a soumis l'attribution définitive des actions à des conditions (notamment des conditions d'atteinte de résultat et une condition de présence à l'issue de la période d'acquisition).

A la date des présentes, le conseil d'administration avait, en application de ces décisions, attribué gratuitement 547.339 actions au profit de 35 personnes différentes, dont 311.813 ont été définitivement attribuées à leurs bénéficiaires. Sur les actions définitivement attribuées par le conseil d'administration, au jour de l'ouverture de l'Offre, 88.000 actions émises à titre gratuit seront en période d'acquisition et 88.155 actions émises à titre gratuit seront en période de conservation.

4.3.2 *Apport à l'Offre d'actions émises à titre gratuit en cas de décès ou d'invalidité*

Dans le cas où, en application des articles L. 225-197-1 et L. 225-197-3 du code commerce, des actions émises à titre gratuit seraient définitivement attribuées et deviendraient cessibles par anticipation pour cause de décès ou d'invalidité du bénéficiaire, celles-ci pourraient être apportées à l'Offre.

4.3.3 *Contrat de liquidité*

Dans la perspective du retrait obligatoire à la suite de l'Offre, l'Initiateur a fait adhérer 16 attributaires représentant 56.593 Actions Gratuites Émises (les "Attributaires") à un contrat de liquidité. Ce contrat de liquidité permet :

- à chacun des Attributaires de bénéficier, durant une période de six (6) mois à compter de l'expiration de la période de conservation, d'une promesse d'achat -portant sur leurs actions gratuites- consentie par Financière Adverline pour un prix par Action Gratuite Émise déterminé par un tiers arbitre agissant en vertu de l'article 1592 du code civil (i) sur la base d'une approche multi-critères se référant aux méthodes objectives pratiquées en cas de cession d'actifs visées à l'article L. 433-4 du code monétaire et financier et (ii) en cohérence avec le prix de l'Offre ; et
- à Financière Adverline de bénéficier, pendant une période de trois (3) mois à compter de la fin de la période d'exercice de six (6) mois de la promesse d'achat visée au précédant paragraphe, d'une promesse de vente -portant sur les actions gratuites des Attributaires- consenties par les Attributaires concernés pour un prix par Action Gratuite Émise déterminé par un tiers arbitre agissant en vertu de l'article 1592 du code civil (i) sur la base d'une approche multi-critères se référant aux méthodes objectives pratiquées en cas de cession d'actifs visées à l'article L. 433-4 du code monétaire et financier et (ii) en cohérence avec le prix de l'Offre.

Ainsi, ces Actions Gratuites Émises Sous Contrat de Liquidité sont assimilées, conformément aux articles L. 233-9, 4° du code de commerce et 223-11 du règlement général de l'AMF, aux Actions Adverline déjà détenues par l'Initiateur puisque ce dernier peut les acquérir à sa seule initiative.

Par ailleurs, il est précisé qu'en cas de réalisation d'un retrait obligatoire et/ou en cas de radiation de la cote des Actions Adverline, l'Initiateur et la Société proposeront aux attributaires d'Actions Gratuites à Émettre un mécanisme de liquidité équivalent aux contrats de liquidité décrits ci-dessus et proposés aux attributaires d'Actions Gratuites Émises..

Aucun des contrats de liquidité conclus ne stipule de liquidité à un prix garanti pour les Attributaires. Cependant et afin d'éviter les frais d'expertise et pour assurer la cohérence avec le prix de l'Offre, le prix sera, sauf circonstances exceptionnelles, de plein droit égal au prix de l'Offre si l'exercice de la promesse d'achat ou de la promesse de vente intervient entre la date de dépôt du projet d'Offre auprès de l'AMF et la date de certification des comptes de l'exercice clos le 31 décembre 2012.

4.4 ACCORDS AUXQUELS ADVELINE EST PARTIE

Le Groupe Mediapost via Financière Adverline s'est engagée à fournir à la Société les moyens nécessaires et notamment financiers pour lui permettre de réaliser son potentiel de développement.

Or, l'activité d'e-mailing de Vertical Mail (filiale d'Adverline) étant déjà exercée au sein du Groupe Mediapost, Mediapost Holding et les Associés Fondateurs sont convenus de l'intérêt de rapprocher leurs activités. A cet effet, et à la suite de l'exercice par Adverline de l'option d'achat qu'elle détenait sur la participation minoritaire de Vertical Mail, Adverline a consenti une promesse de vente au profit de Mediapost Holding portant sur l'intégralité des actions Vertical Mail.

Aux termes de cette promesse, Adverline s'est engagée à céder l'intégralité des actions Vertical Mail à Mediapost Holding pour un prix déterminé par application *mutatis mutandis* des méthodes de détermination du prix des actions Adverline retenues à l'occasion de l'acquisition par Financière Adverline du Bloc de Contrôle (soit une valeur d'entreprise calculée sur la base du même multiple de "Valeur d'entreprise / EBIT 2011").

4.5 ACCORDS DONT ADVERLINE A CONNAISSANCE

Hormis le protocole d'accord conclu le 25 juin 2012 (voir section 1.2 ci-dessus) et le Pacte d'Associés c.f paragraphe 4.1, Adverline n'a connaissance d'aucun accord pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

5 INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIÉTÉ

5.1 STRUCTURE DU CAPITAL

A la connaissance de la Société, le capital de la Société est réparti ainsi qu'il est indiqué au paragraphe 1.4 ci-dessus.

La Société a par ailleurs procédé à plusieurs attributions gratuites d'actions en date 15 décembre 2005, 26 juin 2006, 12 mars 2007, 27 septembre 2007, 10 octobre 2007, 17 juin 2008, 2 septembre 2008, 29 avril 2009, 21 et 22 avril 2010, 30 juin 2010, 6 avril 2011, 30 mars 2012, 19 juin 2012 et 14 septembre 2012.

A la date du présent document, la situation de ces plans est la suivante :

Nombre total d'actions attribuées gratuitement	547.339
<i>dont nombre d'actions attribuées gratuitement en cours d'acquisition</i>	88.000
<i>dont nombre d'actions attribuées gratuitement en cours de période de conservation</i>	88.155

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

5.2 PARTICIPATION DIRECTES OU INDIRECTES AU SEIN DU CAPITAL DE LA SOCIÉTÉ AYANT FAIT L'OBJET D'UNE DÉCLARATION DE FRANCHISSEMENT DE SEUIL OU D'UNE DÉCLARATION

Outre les franchissements de seuils mentionnés au paragraphe 1.3 ci-dessus, la Société n'a pas enregistré d'autres franchissements de seuil tant à la hausse qu'à la baisse.

5.3 RESTRICTIONS A L'EXERCICE DU DROIT DE VOTE ET AUX TRANSFERTS D'ACTIONS

5.3.1 *Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote ou aux transferts d'actions*

Il n'existe pas de restriction statutaire à l'exercice des droits de vote ou aux transferts d'actions de la Société, autre que la privation légale des droits de vote des actions auto-détenues.

5.3.2 *Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions aux transferts d'actions ou à l'exercice des droits de vote*

A l'exception des contrats de liquidité visés au paragraphe 4.3.3, aucun autre accord entre actionnaires de la Société pouvant entraîner des restrictions aux transferts d'actions ou à l'exercice des droits de vote n'a été porté à la connaissance de la Société.

5.3.3 *Clause de conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société*

Aucune clause de convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote n'a été portée à la connaissance de la Société.

5.4 LISTE DES DÉTENTEURS DE TOUT TITRE COMPORTANT DES DROITS DE CONTRÔLE SPÉCIAUX ET DESCRIPTION DE CEUX-CI

Conformément à l'article 16 - "Assemblées Générales" des statuts de la Société, un droit de vote double de celui conféré aux autres actions, est attribué à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il est justifié d'une inscription nominative, depuis deux ans au moins, au nom du même actionnaire.

Sur le nombre total de droits de votes soit 6 832 152, il existe 19 actionnaires qui totalisent 1 184 414 droits de vote double.

Les actionnaires suivants bénéficient de droits de vote double :

Répartition des Actions d'Adverline		Répartition des droits de vote		
Actionnaires	Nombre	% du capital total	Droits de vote double	% sur le nombre total de DDV double
CKFD	1 204 502	21,30%	1 017 804	85,93%
Fondateur	1 204 502	21,30%	1 017 804	85,93%
Philippe Framezelle	49 093	0,87%	20 000	1,69%
Alexandre Calmettes	9 337	0,17%	7 337	0,62%
Natacha Tancelin	4 918	0,09%	3 418	0,29%
Thomas Coulomb	7 638	0,14%	5 638	0,48%
Benjamin Clot	4 628	0,08%	4 628	0,39%
Jean-Christophe Dufour	2 250	0,04%	750	0,06%
Salariés actuels	77 814	1,38%	41 771	3,53%
Francis Kandjian	58 390	1,03%	58 390	4,93%
Wilfried Granier	44 000	0,78%	44 000	3,71%
Gregor Savidan	96	0,00%	96	0,01%
Gregory Chamberland	12 396	0,22%	12 396	1,05%
Sylvain Ansart	750	0,01%	750	0,06%
Matthieu Vaillant	5 300	0,09%	750	0,06%
Carine Joly	1 500	0,03%	750	0,06%
Anciens Salariés	122 432	2,17%	117 132	9,89%
Partenariat & Innovation	1	0,00%	1	0,00%
Institutionnel	1	0,00%	1	0,00%
Marc Wacongne	39 062	0,69%	7 500	0,63%
David Hoppenot	3	0,00%	3	0,00%
Guillaume Foillard	1	0,00%	1	0,00%
Jean Delbos	202	0,00%	202	0,02%
Total	1 444 017	25,54%	1 184 414	100,00%

5.5 MÉCANISMES DE CONTRÔLE PRÉVUS DANS UN ÉVENTUEL SYSTÈME D'ACTIONNARIAT DU PERSONNEL, QUAND LES DROITS DE CONTRÔLE NE SONT PAS EXERCÉS PAR CE DERNIER

Néant

5.6 ACCORDS CONCLUS PAR LA SOCIÉTÉ QUI SONT MODIFIÉS OU PRENNENT FIN EN CAS DE CHANGEMENT DE CONTRÔLE DE LA SOCIÉTÉ

Aucun accord significatif auquel la Société est partie ne contient à sa connaissance, une clause pouvant entraîner sa résiliation au résultat de l'Offre.

5.7 RÈGLES APPLICABLES À LA NOMINATION ET AU REMPLACEMENT DES ADMINISTRATEURS AINSI QU'À LA MODIFICATION DES STATUTS DE LA SOCIÉTÉ

5.7.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des administrateurs

La nomination et le remplacement des administrateurs de la Société s'effectuent conformément aux dispositions légales prévues aux articles L225-17 et suivants du code de commerce, de l'article 10 des statuts et des règles de gouvernance du Pacte d'Associés.

L'article 10 des statuts de la Société intitulé "Conseil d'administration - Administrateurs" stipule :

".../... La société est administrée par un conseil d'administration composé de trois membres au moins et de vingt-quatre membres au plus, nommés par l'assemblée générale ordinaire. Toutefois, en cas de fusion, ce nombre peut être dépassé sans pouvoir être supérieur à trente.

Les administrateurs sont nommés pour une durée de six années. Leur mandat prend fin à l'issue de l'assemblée générale ordinaire des actionnaires statuant sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire le mandat desdits administrateurs.

Ils sont indéfiniment rééligibles.

L'administrateur ayant atteint l'âge de 75 ans est réputé démissionnaire d'office .../..."

Conformément à la loi, si le nombre d'administrateurs en exercice est au moins de trois, il peut être procédé la désignation de nouveaux administrateurs par voie de cooptation. C'est-à-dire que les membres du conseil d'administration désignent eux-mêmes à titre provisoire un nouvel administrateur dont la nomination devra ensuite être approuvée par l'assemblée générale des actionnaires.

Si le nombre d'administrateurs devient inférieur au minimum légal de trois membres, les administrateurs restants doivent convoquer une assemblée générale ordinaire en vue de compléter l'effectif du conseil (article L225-24 al.2 Code de commerce).

Les stipulations du Pacte d'Associés relatives à la nomination des administrateurs en exercice sont résumées à l'article 4.1.2.1 ci-dessus.

5.7.2 Règles applicables aux modifications des statuts

La modification des statuts de la Société s'effectue conformément aux dispositions légales prévues à l'article L225-96 du code de commerce et des stipulations de l'article 16 des statuts.

L'assemblée générale extraordinaire est seule habilitée à modifier les statuts dans toutes leurs disposition.

5.8 POUVOIRS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION, EN PARTICULIER POUR L'ÉMISSION OU LE RACHAT D'ACTIONS

Le conseil d'administration détermine les orientations stratégiques de la Société et veille à leur mise en œuvre. Dans les rapports avec les tiers, la Société est engagée même par les actes du conseil qui dépassent l'objet social. Le directeur général est nommé par le conseil d'administration et représente la Société à l'égard des tiers.

L'assemblée générale, ou le conseil d'administration sur délégation de l'assemblée générale, décide l'émission d'actions nouvelles.

La Société ne peut acquérir ses propres actions à titre onéreux qu'à la condition (i) que l'assemblée générale ait autorisé le conseil d'administration à le faire, (ii) que les réserves disponibles soient au moins égales au prix d'acquisition et (iii) que les actions détenues par la Société ne représentent pas plus de 10% de son capital émis.

Outre les pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi et les statuts, le conseil d'administration dispose des délégations mentionnées ci-après.

nature de la délégation	date de l'assemblée	durée	montant nominal maximal autorisé
augmentation de capital avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires, réservée aux : ➤ personnes physiques qui souhaitent investir dans une société en vue de bénéficier d'une réduction de (i) l'impôt sur la fortune dans le cadre des dispositions de l'article 885-0 V bis du Code Général des Impôts, ou de (ii) l'impôt sur le revenu dans le cadre des dispositions de l'article 199 terdecies- 0 A du Code Général des Impôts ; ➤ sociétés qui souhaitent investir dans une société afin de permettre à leurs actionnaires ou associés de bénéficier d'une réduction de (i) l'impôt sur la fortune dans le cadre des dispositions de l'article 885-0 V bis du Code Général des Impôts ou de (ii) l'impôt sur le revenu dans le cadre des dispositions de l'article 199 terdecies- 0 A du Code Général des Impôts ; ➤ fonds d'investissement qui souhaitent investir dans une société afin de permettre aux souscripteurs de leur parts de bénéficier d'une réduction de (i) l'impôt sur la fortune dans le cadre des dispositions de l'article 885-0 V bis du Code Général des Impôts ou de (ii) l'impôt sur le revenu dans le cadre des dispositions de l'article 199 terdecies-0A du Code Général des Impôts ;	30 mai 2011	18 mois	400 000 €*
augmentation de capital social avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires, dans le cadre d'offres visées au II de l'article L.411-2 du Code monétaire et financier,	30 mai 2011	18 mois	400 000 €*

**** résolutions soumises à un plafond global de 400 000 euros de valeur nominale**

nature de la délégation	date de l'assemblée	durée	montant nominal maximal autorisé
attribution gratuite d'actions au profit de membres du personnel salarié de la société ou des sociétés qui lui sont liées	30 mai 2011	38 mois	46 984,75 €
octroi d'options de souscription et/ou d'achat d'actions aux membres du personnel salarié et/ou certains mandataires sociaux	30 mai 2011	38 mois	10 % du capital (sous déduction du nombre d'actions attribuées gratuitement)
rachat d'actions	29 juin 2012	18 mois	10 % du capital soit 563 932 actions
augmentation de capital par : ➤ incorporation de réserves, bénéfices ou primes, ➤ l'émission avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires et avec ou sans offre au public, d'actions ordinaires ainsi que de toutes valeurs mobilières, donnant accès à des actions ordinaires de la société	29 juin 2012	26 mois	400 000 € **
augmentation de capital émission sans droit préférentiel de souscription des actionnaires, de titres réservés aux mandataires sociaux et salariés de la société et des sociétés liées	29 juin 2012	18 mois	80 000 € **
augmentation de capital émission réservée aux salariés de la société et des sociétés liées, dans le cadre des dispositions des articles L 3332-18 et suivants du Code du travail	29 juin 2012	26 mois	40 000 €

**** résolutions soumises à un plafond global de 400 000 euros de valeur nominale**

5.9 ACCORDS PRÉVOYANT DES INDEMNITÉS POUR LES ADMINISTRATEURS OU LES SALARIÉS, S'ILS DÉMISSIONNENT OU SONT LICENCIÉS SANS CAUSE RÉELLE ET SÉRIEUSE OU SI LEUR EMPLOI PREND FIN EN RAISON D'UNE OFFRE PUBLIQUE

Néant

6 INTENTIONS DES ADMINISTRATEURS ET DES DIRIGEANTS

Les administrateurs et dirigeants d'Adverline ont transféré l'ensemble de leur participation cessible dans la Société à l'Initiateur dans le cadre de la cession du Bloc de Contrôle. Il est en effet rappelé que monsieur Loïc Audren de Kerdrel et monsieur Charles Costa de Beauregard ont apporté l'intégralité des Actions Adverline qu'ils détenaient, directement ou indirectement à l'Initiateur, moyennant une valeur d'apport par Action Adverline égale au Prix de l'Offre, soit 8,59 euros par Action Adverline.

Il est également précisé que pour se conformer aux stipulations de l'article 10 des statuts de la Société imposant aux administrateurs de détenir au moins une Action Adverline, madame Nathalie Andrieux et messieurs Loïc Audren de Kerdrel, Hugues Hansen et Sébastien Caron se feront prêter une Action Adverline par l'Initiateur aux termes de contrats de prêt de consommation qui sont en cours de conclusion.

7 INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ VISÉE PAR L'OFFRE

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la société Adverline seront déposées auprès de l'AMF au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. Ces informations, qui feront l'objet d'un document spécifique établi par la société Adverline, seront disponibles sur le site Internet de l'AMF et pourront être obtenues sans frais auprès de :

Adverline
5, rue de la Terrasse
75017 PARIS

CM-CIC Securities
Département Corporate
6, avenue de Provence
75441 Paris Cedex 09

8 PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE

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

Loïc Audren de Kerdrel
Directeur Général