

**PROJET DE NOTE EN RÉPONSE
AU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE**

PORTANT SUR LES ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ



INITIÉE PAR LA SOCIÉTÉ



Le présent projet de note en réponse a été déposé le 23 juin 2015 auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« AMF »), conformément aux dispositions des articles 231-19 et 231-26 du règlement général.

**LE PROJET D'OFFRE ET LE PRÉSENT PROJET DE NOTE EN RÉPONSE
RESTENT SOUMIS À L'EXAMEN DE L'AMF.**

AVIS IMPORTANT

En application des articles 231-19 et 261-1 I du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Sorgem Evaluation, représenté par Messieurs Maurice Nussenbaum et Teddy Guerineau, en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le présent projet de note en réponse.

Le présent projet de note en réponse est disponible sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et d'Emme (www.emme-finance.groupe-sfpi.com), et peut être obtenu sans frais auprès d'Emme, 20 rue de l'Arc de Triomphe, 75017 Paris et de Banque Degroof France SA, 44 rue de Lisbonne, 75008 Paris.

Les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables d'Emme seront mises à la disposition du public, conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique d'achat simplifiée selon les mêmes modalités.

Table des matières

1. Rappel des principales conditions de l'Offre	3
1.1 Présentation de l'Offre.....	3
1.2 Contexte de l'Offre.....	4
1.3 Rappel des termes de l'Offre.....	5
1.4 Déroulement de l'Offre	6
2. Rapport de l'expert indépendant	8
3. Avis motivé du Conseil d'administration d'Emme.....	60
4. Accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue..	61
.....	
5. Modalités de mise à disposition des informations relatives à la Société	61
6. Personne assumant la responsabilité de la note en réponse.....	61

1. Rappel des principales conditions de l'Offre

1.1 Présentation de l'Offre

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 233-1 2° et 234-2 et suivants du règlement général de l'AMF, Société Financière de Participation Industrielle – S.F.P.I., société anonyme dont le siège est situé 20 rue de l'Arc de Triomphe, 75017 Paris, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 349 385 930, au capital social de 24.986.535 euros divisé en 1.665.769 actions de 15,00 euros de valeur nominale chacune (ci-après « **SFPI** » ou l'« **Initiateur** »), propose de manière irrévocable aux actionnaires de Edition Multimedia Electroniques – EMME, société anonyme dont le siège est situé 20 rue de l'Arc de Triomphe, 75017 Paris, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 393 588 595, au capital social de 2.516.990 euros divisé en 2.516.990 actions de 1,00 euro de valeur nominale chacune (ci-après « **Emme** » ou la « **Société** »), d'acquérir la totalité de leurs actions Emme dans les conditions décrites ci-après (ci-après l'« **Offre** ») au prix unitaire de 3,20 euros.

Les actions Emme sont admises aux négociations sur le marché Euronext Paris sous le libellé « EME » (code ISIN FR0004155000).

Le projet de note d'information de SFPI (ci-après le « **Projet de Note d'Information** ») indique que l'Offre fait suite à l'acquisition par l'Initiateur, le 31 mars 2015, par voie de cession hors marché, dans les conditions décrites à la section 1.1.1 du Projet de Note d'Information, d'un bloc de 2.455.131 actions Emme (ci-après le « **Bloc d'Actions** ») auprès d'Avanquest, société anonyme dont le siège est situé Immeuble Vision Défense, 89/91 boulevard National, 92250 La Garenne-Colombes, France, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 329 764 625, au capital social de 29.976.404 euros (ci-après « **Avanquest** »).

Au 31 mars 2015 et à la date du présent projet de note en réponse, le Bloc d'Actions représente 97,54% du capital et des droits de vote de la Société. L'acquisition du Bloc d'Actions a été réalisée par SFPI pour un montant en numéraire de 7.856.419,20 euros, soit un prix par action Emme de 3,20 euros, égal au prix de l'Offre.

Concomitamment à la réalisation du Bloc d'Actions, Avanquest a acquis, via une filiale ad hoc détenue à 100% Emme SAS, les actifs opérationnels d'Emme en ce compris les titres composant le capital social de sa filiale anglaise Avanquest Software Publishing, et pris en charge les passifs de la Société (ci-après la « **Cession des Actifs** »). L'assemblée générale des actionnaires d'Emme réunie le 31 mars 2015 avait préalablement statué sur la Cession des Actifs au profit d'Emme SAS.

A l'issue de l'Offre, et en tout état de cause avant le 31 décembre 2015, l'Initiateur envisage de procéder à sa fusion-absorption par Emme (ci-après la « **Fusion** »). Ce projet de Fusion sera décrit dans le cadre d'un Document E qui sera soumis à l'AMF pour enregistrement dans les prochaines semaines. La Fusion conduira à une réorientation de l'activité de la Société et à une modification de son objet social.

La parité envisagée pour la Fusion, telle qu'arrêtée par les décisions des conseils d'administration de l'Initiateur et de la Société du 22 juin 2015 sur la base des travaux préliminaires des commissaires à la fusion désignés par une ordonnance du tribunal de commerce de Paris du 22 avril 2015, est de 105 actions Emme à émettre contre 2 actions SFPI existantes. Cette parité extériorise une valeur par action de 3,20 euros pour Emme et de 168,00 euros pour SFPI, dont la valeur des capitaux propres ressort ainsi à 279,8 millions d'euros.

Au terme de la Fusion, les actions Emme continueront d'être admises aux négociations sur le marché

réglementé d'Euronext Paris et le flottant du nouveau groupe sera reconstitué selon les conditions de marché. Dans le cadre de cette reconstitution du flottant, certains actionnaires de SFPI pourraient décider de céder tout ou partie de leurs titres sans que le contrôle majoritaire ne soit affecté.

Dans la mesure où le Bloc d'Actions représente plus de 30% du capital et des droits de vote de la Société, le projet d'Offre revêt un caractère obligatoire en application de l'article 234-2 du règlement général de l'AMF.

L'Offre purge également l'obligation d'initier une offre publique de retrait motivée par la Cession des Actifs et par la Fusion, en vertu de l'article 236-6 du règlement général de l'AMF, étant précisé qu'aucun retrait obligatoire des titres de la Société ne sera sollicité par l'Initiateur à l'issue de l'Offre et de la Fusion.

L'Offre vise la totalité des actions Emme existantes, à l'exclusion des 2.455.131 actions composant le Bloc d'Actions détenu par l'Initiateur à la date du présent projet de note en réponse soit, à la connaissance de l'Initiateur, un maximum de 61.859 actions Emme existantes.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée en application des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

L'Offre est présentée par Banque Degroof France SA qui, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

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

1.2 Contexte de l'Offre

Par un communiqué en date du 19 février 2015, Avanquest a annoncé avoir conclu le 17 février 2015 avec l'Initiateur un accord portant sur la cession des 2.455.131 actions de la Société qu'elle détenait, représentant 97,54% du capital et des droits de vote de la Société. En date du 20 février 2015, l'AMF a publié un avis de pré-offre sous la référence 215C0230.

La réalisation du Bloc d'Actions était notamment conditionnée par l'obtention de la levée du nantissement consenti par Avanquest sur une partie de ces titres au profit de l'une de ses banques de financement. Cette condition suspensive a pu être levée et le Bloc d'Actions a pu être réalisé le 31 mars 2015, comme annoncé par un second communiqué.

L'acquisition du Bloc d'Actions a été réalisée par SFPI pour un montant en numéraire de 7.856.419,20 euros, soit un prix par action Emme de 3,20 euros, égal au prix de l'Offre.

Concomitamment à la réalisation du Bloc d'Actions, Avanquest a (i) remboursé le solde de son compte courant ouvert dans les livres d'Emme et (ii) consenti une avance en compte courant de 5,4 millions d'euros environ à sa nouvelle filiale détenue à 100%, Emme SAS, afin que celle-ci acquière les actifs opérationnels d'Emme en ce compris les titres composant le capital social de sa filiale anglaise Avanquest Software Publishing, et prenne en charge les passifs de la Société.

Ces opérations se sont déroulées à l'issue de l'assemblée générale des actionnaires d'Emme réunie le 31 mars 2015, qui a notamment statué sur l'approbation des comptes de la Société pour l'exercice social clos le 30 juin 2014, la modification de la date de clôture de cet exercice social et la nomination de cinq nouveaux administrateurs, représentants de SFPI, en remplacement des anciens membres du conseil d'administration d'Emme, qui ont remis leurs démissions à l'issue de ladite assemblée.

Madame Valentine Laude, Mademoiselle Sophie Morel, Monsieur Jean-Bertrand Prot, Monsieur Henri

Morel et Monsieur Hervé Houdart ont ainsi été nommés administrateurs par l'assemblée générale de la Société. Par suite de la démission de Monsieur Bruno Vanryb en tant qu'administrateur et président du conseil d'administration, de Monsieur Pierre Cesarini en tant qu'administrateur et directeur général, et d'Avanquest en tant qu'administrateur, le conseil d'administration de la Société a choisi de cumuler les fonctions de président du conseil d'administration et de directeur général et a nommé Monsieur Henri Morel en tant que président-directeur général. Monsieur Jean-Bertrand Prot a été nommé directeur général délégué de la Société (cf. section 1.1.5 du Projet de Note d'Information).

Cette assemblée générale a également statué sur la Cession des Actifs au profit d'Emme SAS.

Comme annoncé les 19 février et 31 mars 2015, SFPI a l'intention de maintenir l'admission aux négociations sur le marché Euronext Paris des actions Emme, de procéder à sa Fusion avec Emme avant le 31 décembre 2015 et de réorienter l'activité sociale de cette dernière. La reconstitution du flottant du nouveau groupe sera ensuite réalisée selon les conditions de marché.

Dans la mesure où le Bloc d'Actions représente plus de 30% du capital et des droits de vote de la Société, le présent projet d'Offre revêt un caractère obligatoire en application de l'article 234-2 du règlement général de l'AMF.

L'Offre purge également l'obligation d'initier une offre publique de retrait motivée par la Cession des Actifs et par la Fusion, en vertu de l'article 236-6 du règlement général de l'AMF, étant précisé qu'aucun retrait obligatoire des titres de la Société ne sera sollicité par l'Initiateur à l'issue de l'Offre et de la Fusion.

En application des dispositions de l'article 261-1 I 1° et 4° du règlement général de l'AMF, le conseil d'administration de la Société a désigné, en date du 31 mars 2015, le cabinet Sorgem Evaluation, représenté par Messieurs Maurice Nussenbaum et Teddy Guerineau, en qualité d'expert indépendant chargé d'établir une attestation d'équité sur les conditions financières de l'Offre. Le rapport de l'expert indépendant est présenté in extenso dans le présent projet de note en réponse.

1.3 Rappel des termes de l'Offre

En application des dispositions des articles 231-13 et suivants du règlement général de l'AMF, Banque Degroof France SA, en qualité d'établissement présentateur et agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé le 23 juin 2015 le projet d'Offre auprès de l'AMF sous la forme d'une offre publique d'achat réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

L'Initiateur s'engage irrévocablement auprès des actionnaires de la Société à acquérir toutes les actions de la Société visées par l'Offre, au prix de 3,20 euros par action Emme pendant une période de 10 jours de négociation.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, il est précisé que Banque Degroof France SA garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

A la date du présent projet de note en réponse, SFPI détient 2.455.131 actions, représentant 97,54% du capital et des droits de vote de la Société. Le détail de la répartition du capital et des droits de vote est décrit ci-après :

	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% des droits de vote
SFPI	2 455 131	97,54%	2 455 131	97,54%
Flottant	61 859	2,46%	61 859	2,46%
Total	2 516 990	100,00%	2 516 990	100,00%

La Société n'a été destinataire d'aucune déclaration de franchissement de seuil modifiant cette répartition ou déclarant une participation de plus de 5% du capital ou des droits de vote dans Emme.

Conformément à l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des actions Emme existantes, à l'exclusion des 2.455.131 actions composant le Bloc d'Actions détenu par l'Initiateur à la date du présent projet de note d'information.

Ainsi, l'Offre vise un maximum de 61.859 actions étant précisé qu'à la connaissance de l'Initiateur, il n'existe aucun instrument financier émis par la Société donnant accès immédiatement ou à terme au capital de la Société.

1.4 Déroulement de l'Offre

Les actionnaires de la Société qui souhaiteraient apporter leurs actions à l'Offre dans les conditions proposées devront remettre à l'intermédiaire financier dépositaire de leurs actions (établissement de crédit, entreprise d'investissement, etc.) un ordre de vente irrévocable en utilisant le modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire à cette fin.

Les actions inscrites sous la forme nominative devront être converties au porteur pour être apportées à l'Offre. En conséquence, pour répondre à l'Offre, les détenteurs d'actions inscrites au nominatif pur dans les registres de la Société devront demander à CACEIS Corporate Trust, dans les meilleurs délais, la conversion de leurs actions au porteur.

Il est précisé que la conversion au porteur d'actions inscrites au nominatif entraînera la perte pour ces actionnaires des avantages liés à la détention de ces actions sous la forme nominative, y compris l'attribution de droits de vote double.

Selon le Projet de Note d'Information, Banque Degroof, agissant en qualité de membre de marché acheteur, se portera acquéreur, pour le compte de l'Initiateur, de tous les titres apportés à l'Offre. Le règlement sera effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres, 2 jours de négociation après chaque exécution, étant précisé que les frais de négociation (y compris les frais de courtage et de TVA afférente) resteront en totalité à la charge des actionnaires vendeurs.

Les actions de la Société apportées à l'Offre devront être libres de tout gage, nantissement ou restriction au transfert de propriété de quelque nature que ce soit. L'Initiateur se réserve le droit d'écarter toutes les actions de la Société apportées qui ne répondraient pas à cette condition.

La présente Offre et tous les contrats y afférents sont soumis au droit français. Tout différend ou litige, quel qu'en soit l'objet ou le fondement, se rattachant à la présente Offre, sera porté devant les tribunaux compétents.

Le calendrier indicatif de l'Offre est décrit au paragraphe 1.2.5 du Projet de Note d'Information.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture et de calendrier, et Euronext Paris diffusera un avis annonçant les modalités et le calendrier de l'Offre.

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

Le projet d'Offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF

Il est précisé que l'Offre est faite exclusivement en France. La participation à l'Offre et la diffusion du Projet de Note d'Information peuvent faire l'objet de restrictions légales ou réglementaires dans certaines juridictions.

La présentation et les caractéristiques de l'Offre sont décrites aux sections 1 et 2 du Projet de Note d'Information déposé auprès de l'AMF le 23 juin 2015 et disponible sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de l'Initiateur (www.groupe-sfpi.com).

2. Rapport de l'expert indépendant

En application des dispositions des articles 261-1 I du règlement général de l'AMF, le conseil d'administration de la Société a désigné, le 31 mars 2015, à l'unanimité, le cabinet Sorgem Evaluation, représenté par Messieurs Maurice Nussenbaum et Teddy Guerineau, en qualité d'expert indépendant chargé d'établir une attestation d'équité sur les conditions financières de l'Offre.

Dans le cadre de la mission qui lui a été confiée, le cabinet Sorgem Evaluation a rendu le rapport reproduit ci-après.

● **ATTESTATION D'EQUITE CONCERNANT L'OFFRE PUBLIQUE
D'ACHAT SIMPLIFIEE VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE
EMME SA**

Consultation réalisée à la demande du conseil d'administration de EMME SA

Paris, le 22 juin 2015
N/Réf. : 15/102/R/MN/TG/RLJ

Sommaire

I.	PRESENTATION DE L'OFFRE	5
1.	Présentation de SFPI	5
2.	Présentation de Emme.....	5
3.	Présentation des motifs de l'Offre	6
4.	Présentation des termes de l'Offre	6
5.	Définition du caractère équitable dans le cadre de l'Offre	6
II.	PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT, DES PERSONNES ASSOCIEES A LA REALISATION DE LA MISSION	8
1.	Présentation de Sorgem Evaluation	8
2.	Présentation des personnes associées à la réalisation de la mission.....	8
3.	Déclaration d'indépendance.....	9
4.	Réserves	10
III.	PRESENTATION DE EMME SA	11
1.	Activités et caractéristiques du marché de la Société	11
1.1	Un acteur historique de l'édition de contenus multimédias interactif.....	11
1.2	...ayant subi des mutations défavorables de ses marchés.....	11
1.3	...et dont la diversification dans la distribution de jeux vidéo subit également des mutations qui lui sont défavorables	13
2.	Analyse des caractéristiques financières de la Société	14
2.1	Analyse de l'évolution du chiffre d'affaires	14
2.2	Analyse de l'évolution des résultats.....	16
2.3	Analyse du bilan économique.....	18
3.	Forces et faiblesses de la Société et menaces et opportunités sur son marché.....	18
IV.	EVALUATION DES ACTIONS DE EMME SA	20
1.	Méthodes et références écartées	20
1.1	Référence à l'actif net comptable.....	20
1.2	Référence aux objectifs de cours des analystes.....	21
1.3	Méthode de l'Actif Net Réévalué.....	21
1.4	Méthode de l'actualisation des dividendes	21
1.5	Méthode des transactions comparables	21
1.5.1.	Transactions impliquant des sociétés dans le domaine de l'édition de contenus multimédias interactif ou la distribution de jeux vidéo.....	21
1.5.2.	Transactions impliquant des « coquilles ».....	22
2.	Éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur par action	23
2.1	Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des titres.....	23
2.2	Nombre d'actions pris en compte	24
3.	Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie.....	24
3.1	Principes.....	24
3.2	Présentation des prévisions retenues.....	24
3.3	Autres éléments de détermination des flux de trésorerie.....	27
3.4	Détermination du taux d'actualisation	27
3.4.1.	Principe	27
3.4.2.	Taux sans risque	28
3.4.3.	Prime de risque moyenne du marché	28

3.4.4.	Coefficient beta	29
3.4.5.	Prime de taille.....	29
3.4.6.	Taux d'actualisation retenu.....	29
3.5	Calcul de la valeur terminale	30
3.6	Valeur par action à partir de l'approche DCF.....	30
4.	Méthode des multiples boursiers	30
4.1	Principes.....	30
4.2	Présentation de l'échantillon de sociétés comparables	30
4.3	Valeur par action à partir des multiples boursiers.....	31
5.	Référence à la transaction réalisée avec SFPI.....	32
6.	Référence au cours de bourse.....	32
6.1	Analyse de la liquidité	32
6.1.1.	Volumes d'échanges	32
6.1.2.	Analyse des principales variations du cours de bourse.....	33
6.1.3.	Délai de réaction à l'annonce de l'opération	34
6.1.4.	Synthèse	34
6.2	Analyse du cours de bourse sur la période précédant l'annonce de l'opération	35
6.3	Analyse du cours de bourse depuis le 20 février 2015	36
7.	Conclusion sur la valeur de l'action Emme SA	37
V.	ANALYSE DE L'OPERATION DE CESSION DES ACTIFS OPERATIONNELS A AVANQUEST.....	38
1.	Présentation de l'opération	38
1.1	Description des actifs cédés	38
1.2	Prix des actifs cédés.....	38
2.	Valeur des actifs de Emme hors titres de participation.....	39
3.	Valeur de la participation dans Emme Deutschland	40
4.	Valeur de la participation dans Avanquest Software Publishing.....	40
4.1	Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des titres.....	40
4.2	Valeur d'ASP par la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie.....	41
4.3	Valorisation d'ASP par la méthode des multiples boursiers.....	41
5.	Synthèse de notre avis sur l'opération connexe	42
VI.	TRAVAUX D'EVALUATION DE L'ETABLISSEMENT EVALUATEUR	43
1.	Commentaires sur la méthode des comparables boursiers	44
2.	Commentaires sur la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie	44
VII.	SYNTHESE DE NOS TRAVAUX ET ATTESTATION SUR LE CARACTERE EQUITABLE DE L'OFFRE	46
1.	Avis sur l'opération de cession des Actifs opérationnels de Emme SA à Avanquest	46
2.	Conclusion sur le caractère équitable de l'Offre	46

Le 31 mars 2015, la Société Financière de Participation Industrielle (ci-après « SFPI » ou « l'Initiateur ») a acquis un bloc (ci-après « le Bloc ») représentant 2.455.131 actions de la société Emme SA (ci-après « Emme » ou « la Société »), soit 97,54% de son capital et de ses droits de vote, auprès d'Avanquest (ci-après « Avanquest ») au prix de 3,20 euros par action (« le Prix d'offre »).

Le même jour, en application d'un acte de cession d'actifs (« l'Acte de cession d'actifs ») conclu le 17 février 2015, Avanquest a procédé à l'acquisition, par l'intermédiaire d'une filiale, de la quasi-totalité des actifs détenus directement par Emme, tout en prenant en charge certains de ses éléments de passifs, ainsi qu'à l'achat de 100% du capital de sa filiale anglaise, Avanquest Software Publishing (ci-après « ASP »), et de sa filiale allemande, Emme Deutschland (ci-après « ED ») et au remboursement de son compte courant auprès de Emme.

La réalisation de l'opération de cession du bloc et des Actifs opérationnels¹ a eu lieu le 31 mars 2015 (« la Date de closing ») après la levée des conditions suspensives portant sur le nantissement consenti par Avanquest sur une partie de ses titres au profit de l'une de ses banques de financement.

SFPI a d'ores et déjà exprimé son intention de maintenir l'admission aux négociations sur le marché Euronext Paris des actions Emme SA et de procéder à une fusion-absorption avec sa nouvelle filiale, ce qui lui permettrait d'accéder à la cotation.

Dans la mesure où le Bloc représente plus de 30% du capital et des droits de vote de Emme, SFPI se trouve dans l'obligation de lancer une offre (ci-après « l'Offre »), en application de l'article 234-2 du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après « l'AMF »). Cette Offre purge l'obligation de lancer une offre publique de retrait, en application de l'article 236-6 du Règlement Général de l'AMF, au titre de la cession de l'intégralité des actifs de Emme et de la fusion-absorption visées ci-dessus.

Dans la perspective de l'Offre initiée par SFPI sur les actions Emme, le conseil d'administration du 31 mars 2015 de la Société a désigné Sorgem Evaluation représentée par M. Maurice Nussenbaum et M. Teddy Guerineau, pour se prononcer sur le caractère équitable du Prix d'offre.

Cette désignation et le présent rapport s'inscrivent dans le cadre de l'article 261-1 I du Règlement Général de l'AMF qui stipule que « *la société visée par une offre publique*

¹ Conjointement les actifs détenus directement par Emme, sous déduction de certains éléments de passif, et les titres d'ASP et d'ED cédés à Avanquest seront nommés dans le reste du document les « Actifs opérationnels ».

d'acquisition désigne un expert indépendant lorsque l'opération est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein de son conseil d'administration (...) de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé mentionnée à l'article 231-19 ou de mettre en cause l'égalité des actionnaires ou des porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre ». Plus spécifiquement, notre intervention trouve son fondement dans les alinéas 1° et 4° qui visent respectivement les cas où « la société visée est déjà contrôlée (...) avant le lancement de l'opération, par l'initiateur de l'offre » et où « il existe une ou plusieurs opérations connexes à l'offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'offre publique considérée ».

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

I. PRESENTATION DE L'OFFRE

1. Présentation de SFPI

SFPI est une société anonyme à conseil d'administration au capital de 24.986.535 euros dont le siège social est situé 20 rue de l'Arc de Triomphe à Paris (75017), et immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 349 385 930.

SFPI est la société holding d'un groupe industriel indépendant créé en 1985 et composé de sociétés qui conçoivent, fabriquent et commercialisent des biens d'équipement pour le bâtiment et l'industrie. En 2014, le groupe a réalisé un chiffre d'affaires consolidé d'environ 490 millions d'euros, dont 34% à l'international, pour un résultat net d'environ 10 millions d'euros.

Le capital de SFPI se répartit comme suit au 31 décembre 2014 :

Actionnaire	%
Arc Management	52,77%
Henri Morel	5,84%
Total Henri Morel	58,60%
Spring Management	13,27%
Jean-Bertrand Prot	1,34%
Total Jean-Bertrand Prot	14,62%
CM-CIC Investissement	13,35%
BNP Paribas Developpement	4,25%
FCPI Naxicap Coinvest	4,23%
Autres	4,96%
Total	100,00%

Le fondateur du groupe, Monsieur Henri Morel, détient directement et indirectement 58,60% du capital et des droits de vote de SFPI.

2. Présentation de Emme

Emme est une société anonyme au capital de 2.516.990 euros dont le siège social est sis 20 rue de l'Arc de Triomphe à Paris (75017), et immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 393 588 595.

La Société, créée en 1994, est un éditeur de contenus multimédias interactif proposant au grand public, via différents canaux de distribution, un catalogue d'œuvres multimédias à thèmes culturel, éducatif et vie pratique. Suite à la cession des Actifs opérationnels à Avanquest en mars 2015, la Société n'exerce plus d'activité.

Les actions de la Société sont admises depuis avril 2000 aux négociations sur le compartiment C de Euronext Paris sous le code ISIN FR0004155000.

3. Présentation des motifs de l'Offre

L'Offre fait suite à l'acquisition par SFPI du Bloc qui lui a fait franchir le seuil de 30% du capital et des droits de vote de la Société.

Plus largement, l'Offre s'inscrit dans le projet de l'Initiateur de mettre en bourse ses activités ce qui passera par une fusion-absorption entre Emme et SFPI, Emme ayant préalablement cédé l'ensemble de ses Actifs opérationnels, qui ne présentaient aucune synergie avec ceux de SFPI, à Avanquest.

4. Présentation des termes de l'Offre

Le Prix d'Offre a été fixé à 3,20 euros par action Emme.

5. Définition du caractère équitable 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 du Règlement Général de l'AMF.

Or, 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* ».

L'Initiateur n'ayant pas acquis d'autres actions de la Société en dehors du Bloc, cette condition à l'équité de l'Offre est respectée.

Par ailleurs, la Société a cédé, préalablement au lancement de l'Offre, à son ancienne maison mère, Avanquest, ses Actifs opérationnels. L'analyse de l'équité de l'Offre suppose donc de vérifier que les conditions de cession de ces actifs ne fassent pas

apparaître d'avantages financiers dont Avanquest aurait été la seule bénéficiaire, ce qui créerait un déséquilibre par rapport aux autres actionnaires.

Au-delà du fait de s'inscrire dans le cadre de la cession des Actifs opérationnels de la Société à Avanquest, l'Offre s'inscrit également dans le cadre de la réorientation de ses activités au travers de la prochaine fusion-absorption avec sa maison mère. Aux termes de l'article 236-6 du Règlement général de l'AMF, de telles évolutions sont susceptibles d'entraîner le lancement d'une offre publique de retrait qui s'avère purgée par le lancement de la présente Offre.

Nous estimons que le prix d'Offre doit donc refléter au moins la valeur des actions de la Société si celle-ci n'avait pas cédé ses Actifs opérationnels à Avanquest.

En résumé, le caractère équitable de l'Offre suppose que (i) le Prix d'Offre reflète la valeur des actions de la Société si celle-ci n'avait pas cédé ses Actifs opérationnels, valeur que nous déterminerons à partir d'une approche multicritères à la date du présent rapport, et que (ii) les conditions de cession des Actifs opérationnels ne fassent pas apparaître d'avantage au profit d'Avanquest.

II. PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT, DES PERSONNES ASSOCIEES A LA REALISATION 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	Banque présentatrice
Mai - 14	OPA	Systran	CSLI	Banque Degroof
Juin 2014	OPA-RO	Ermo	INGlass	Oddo
Nov-14	OPE	Havas	Bolloré	BNP Paribas, CACIB, Mediobanca Banca di Credito Finanziario, Barber Hauler Capital Advisers
Avr-15	OPAS-RO	Qiagen Marseille	Qiagen NV	Kepler Capital Markets

Sorgem Evaluation est adhérente de l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants) reconnue par l'AMF en application de l'article 263-1 et 2 de son règlement général. Maurice Nussenbaum, associé fondateur et président de Sorgem Evaluation, est également Président de l'APEI. Les associés de Sorgem Evaluation sont également adhérents 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, Associé fondateur et président de Sorgem Evaluation. Il est diplômé de HEC, Agrégé des Facultés de droit et de sciences économiques,

professeur Emérite à l'Université Paris Dauphine, co-directeur du Master 225 « Finance d'Entreprise et Ingénierie Financière », expert financier agréé par la Cour de Cassation, et Président de l'APEI (association professionnelle des experts indépendants) ;

- Teddy Guerineau, Associé de Sorgem Evaluation, diplômé en finance de l'Université de Paris Dauphine, chargé de cours à l'Université Paris Dauphine, et disposant d'une expérience professionnelle de quinze ans dans le domaine de l'évaluation financière et du conseil financier ;
- Romain Lortat-Jacob, Directeur de Mission, diplômé de l'Université de Paris Dauphine, disposant d'une expérience professionnelle de treize ans dans le domaine du conseil financier et de l'évaluation financière ;
- Matthieu Plurien, consultant, diplômé en finance de l'Université de Paris Dauphine, disposant d'une expérience professionnelle de 3 ans dans le domaine du conseil financier et de l'évaluation financière.
- Un consultant, diplômé en finance de l'EM Lyon, 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'opération et leurs conseils, susceptible 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.

Pour information, il est précisé que Monsieur Maurice Nussenbaum a également été désigné en qualité de commissaire à la fusion, conjointement avec Monsieur Didier Kling, dans le cadre de la fusion, par voie d'absorption, de SFPI par Emme SA.

Les éléments suivants conduisent à considérer que la nomination de Maurice Nussenbaum en qualité de co-commissaire à la fusion ne remet pas cause son indépendance et ne le place dans une situation d'auto-révision :

- L'Offre lancée par SFPI et l'opération de fusion-absorption sont constitutives d'une même opération globale, mise en œuvre par étapes.
- La mission d'expertise indépendante et de commissariat à la fusion sont toutes les deux des missions qui requièrent l'indépendance de leur auteur par rapport à l'Initiateur, la société SFPI, dans le but de protéger les droits des actionnaires minoritaires.
- Au moment de la réalisation de l'opération de fusion-absorption, la Société sera une simple « coquille » cotée dépourvue d'actifs et d'activités opérationnelles.

4. 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 Emme, Avanquest, SFPI et leurs 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, des explications orales et écrites obtenues auprès de la direction, et des performances historiques et prévisionnelles observées sur les sociétés comparables.

Les analyses présentées dans le présent rapport 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.

III. PRESENTATION DE EMME SA

1. Activités et caractéristiques du marché de la Société

1.1 Un acteur historique de l'édition de contenus multimédias interactif...

Depuis la cession de ses principaux actifs à Avanquest en mars 2015, la Société n'exerce plus aucune activité opérationnelle.

Historiquement, Emme était un éditeur de **contenus multimédias interactif** présent sur **l'ensemble de la chaîne de valeur** en exerçant à la fois une activité de **production** (développement réalisé par des studios internes ou sous-traités), **d'édition** (pour les produits développés en interne ou pris en licence) et de **distribution** de contenus multimédias interactif.

Elle proposait un vaste catalogue de produits en lien avec la culture, l'éducation et la vie pratique mais également des suites d'utilitaires qu'elle vendait sous forme de CD-ROM, DVD-ROM et cartouches de jeux à travers des canaux de distribution grand public.

Le caractère porteur de ses marchés a conduit Emme à poursuivre au cours des années 2000 une politiquement de développement à l'international par le biais d'opérations de croissance externe en Belgique (Mediamix), en Grande-Bretagne (Avanquest Software Publishing – anciennement GSP LTD), en Espagne (Wings), aux Etats-Unis (GSP NA) et en Allemagne (Emme Deutschland – anciennement Modern Games).

1.2 ...ayant subi des mutations défavorables de ses marchés...

Après avoir enregistré un fort développement de leur activité avec l'augmentation du taux d'équipement en ordinateurs, les marchés traditionnels de Emme ont subi deux tendances très défavorables.

Tout d'abord, le développement d'Internet a favorisé la croissance d'une offre abondante de contenus multimédias interactif dans les domaines de la culture, l'éducation, les utilitaires... à des tarifs inférieurs à ceux des supports physiques traditionnels, voire gratuite.

Ensuite, les contenus vendus traditionnellement par Emme ont été digitalisés, ce qui signifie qu'ils sont de plus en plus souvent vendus sur Internet par des commerçants comme Amazon plutôt qu'en grande surface, mais surtout qu'ils sont téléchargés plutôt que vendus sous forme physique (CD-ROM ou DVD-ROM).

Cette tendance à la digitalisation a eu deux conséquences négatives sur les marchés de Emme :

- Certains studios de développement ou éditeurs ont pris en main la totalité de leur distribution. Lorsqu'ils ont laissé à Emme la distribution physique de leurs produits, les ventes physiques ont fortement baissé.
- Alors que les consommateurs trouvaient les produits de Emme dans les linéaires des grandes surfaces, ce qui était notamment à l'origine d'achats d'impulsion, ils doivent aujourd'hui les chercher sur Internet. De même, alors que les consommateurs trouvaient en grande surface une suite d'utilitaires dépassant leurs besoins immédiats, aujourd'hui ils ne cherchent plus qu'un utilitaire précis sur Internet.

Emme a été d'autant plus pénalisé par ce mouvement qu'elle n'a pas investi dans la mise en place de plateforme digitale de distribution sur Internet, ces investissements importants ayant été mutualisés au niveau d'Avanquest.

Emme a donc subi un déclin prononcé de son activité - **son chiffre d'affaires a été divisé par quatre en sept ans** – dont le rythme a été différent suivant les spécificités des marchés et les choix des équipes de direction locale.

Emme a ainsi fermé progressivement ses filiales américaines (en 2008), espagnoles (en 2010), belges (en 2011) et allemandes (en 2014).

En France, Emme n'emploie plus aucun salarié depuis 2013 et distribue désormais ses produits exclusivement par l'intermédiaire d'Avanquest. L'activité est en forte décroissance et les ventes du premier semestre de l'exercice 2014-2015 ont encore reculé de 50% par rapport à l'année précédente.

En Angleterre, sa filiale ASP a fait un pari payant dans le domaine de la distribution de jeux vidéo, qui représente environ 70% de son activité², ce qui lui a permis de connaître une chute moins rapide de ses ventes.

Cette baisse d'activité a également eu pour conséquence la fermeture, il y a plusieurs années, du studio de développement de Emme.

Avant la cession de ses Actifs opérationnels, Emme était donc essentiellement un acteur présent en Angleterre dans la distribution de jeux vidéo tandis que l'édition

² Dont 45% sur la plateforme Nintendo

et la distribution de contenus multimédias dans le domaine de la culture, l'éducation et les utilitaires ne représentent plus qu'environ 30% de son activité.

1.3 ...et dont la diversification dans la distribution de jeux vidéo subit également des mutations qui lui sont défavorables

Comme nous venons de l'indiquer, le dernier marché significatif d'Emme consiste dans la distribution de jeux vidéo en Angleterre, en particulier sur la plate-forme Nintendo.

Le marché mondial des jeux vidéo a représenté un chiffre d'affaires de 75 Mds\$ en 2013 et devrait connaître une croissance annuel de 8% jusqu'en 2017³. Mais, cette progression s'explique par le développement des jeux sur mobile (+19%).

Au Royaume-Uni, le marché du jeu vidéo est estimé à 3.9 Mds£ en 2014, en progression de 13% par rapport à 2013⁴. Cette croissance s'explique par les ventes dématérialisées et de matériel (lancement de nouvelles plateformes).

Le segment des ventes de jeux en boîte, où est présent ASP, estimé à 935 M£ en 2014, connaît une décroissance régulière depuis plusieurs années (**-13% par an entre 2011 et 2014**). Ce recul est compensé par le développement important des jeux sur mobile et des ventes dématérialisées, segments sur lesquels ASP n'est pas présent.

M£	2011	2012	2013	2014	TCAM
Jeux en boîte	1 420	1 045	998	935	-13%
Jeux dématérialisés	520	655	819	1 048	26%
Jeux mobiles	158	234	430	548	51%
Matériel	1 099	872	1 050	1 203	3%
Autres	70	87	181	210	44%
Total	3 267	2 893	3 478	3 944	6%

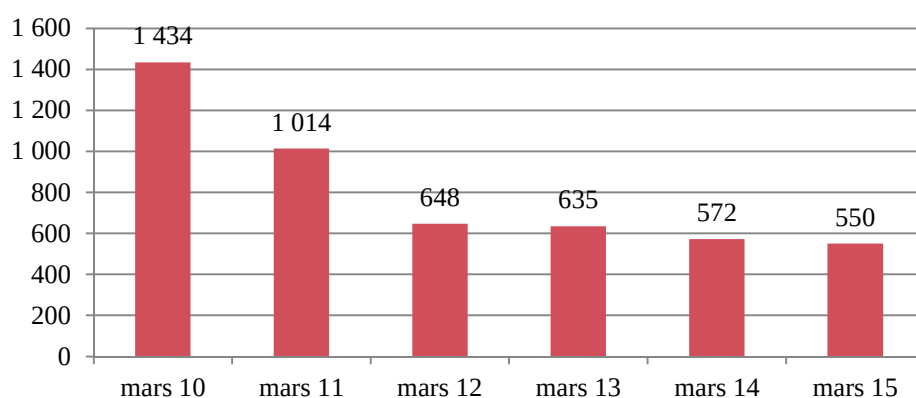
source : MCV (à partir de GFK Chart-Track pour les jeux en boîte)

La décroissance du dernier segment de marché significatif de Emme est également accentuée par le fait que la nouvelle gamme de consoles de Nintendo (Wii U) n'a pas remporté le succès escompté ce qui peut être illustré par la décroissance continue du chiffre d'affaires de Nintendo.

³ Source : Global Games Market Report 2014 - Newzoo

⁴ Source : <http://www.mcvuk.com/news/read/uk-games-market-worth-3-94bn-in-2014/0145088>

Graph.1 : Evolution du chiffre d'affaires de Nintendo en Md JPY



Source : Bloomberg

2. Analyse des caractéristiques financières de la Société

2.1 Analyse de l'évolution du chiffre d'affaires

Le tableau suivant présente l'évolution des revenus du groupe depuis son acquisition par Avanquest en 2007 :

k€	mars-07	mars-08	mars-09	mars-10	juin-11	juin-12	juin-13	juin-14
France	15 966	12 665	11 030	4 677	4 024	1 787	857	1 098
UK	13 584	12 363	11 066	14 035	14 341	10 447	7 585	6 604
Allemagne	3 719	1 404	3 873	3 314	2 600	3 428	3 624	1 321
USA	1 547	666	0	0	0	0	0	0
Autres	243	69	40	-10	0	0	0	0
Eliminations	0	-991	-653	-561	-263	-128	-300	-273
Chiffre d'affaires	35 059	26 176	25 356	21 455	20 702	15 534	11 766	8 750
Variation	-2%	-25%	-3%	-15%	-4%	-25%	-24%	-26%

Source : comptes annuels

Note : les revenus de l'exercice clos en juin 2011, d'une durée de 15 mois, ont été extrapolés sur 12 mois

Depuis son acquisition par Avanquest, les ventes de Emme ont été divisées par quatre ce qui reflète les mutations défavorables intervenus sur les ventes physiques de contenus multimédias interactifs qui n'ont été compensées qu'en partie par la diversification vers la distribution de jeux vidéo.

Le déclin des ventes s'est accentué au cours des trois derniers exercices où le chiffre d'affaires a reculé de 25% par an en moyenne.

Ce recul concerne tous les pays où le groupe est présent comme illustré par le graphique 2 ci-dessous.

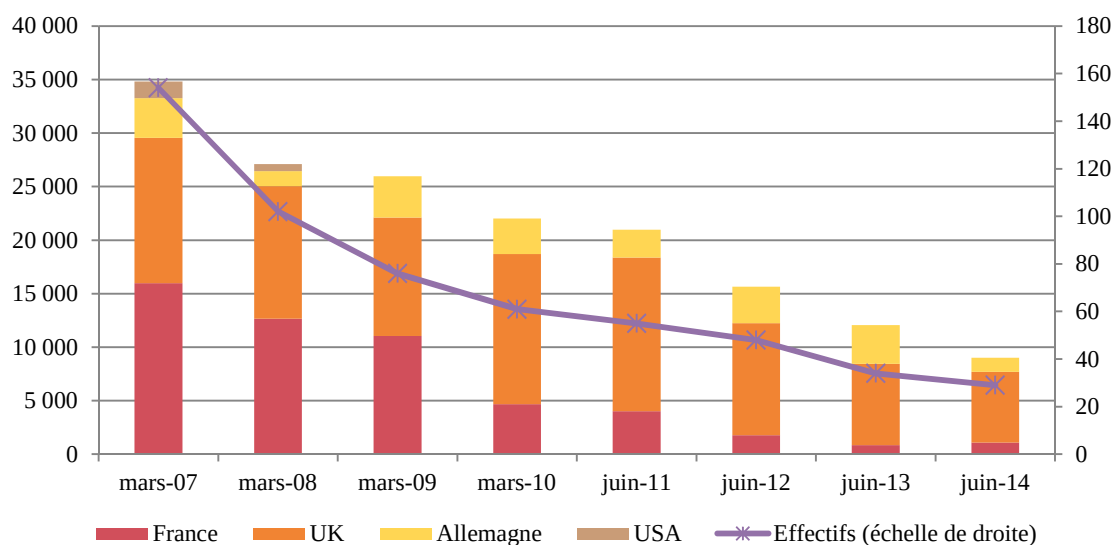
L'activité aux Etats-Unis et en Belgique a ainsi été abandonnée respectivement au cours des exercices 2008 et 2011.

Le recul de l'activité a été particulièrement marqué en France dont le chiffre d'affaires atteint à peine 1 m€ aujourd'hui contre 16 m€ en 2007. De même, l'activité en Allemagne a été divisée par trois sur la période, ce qui a conduit le groupe à décider la fermeture de sa filiale, structurellement déficitaire, en octobre 2014.

La décroissance a été moins rapide en Grande Bretagne, mais néanmoins très marquée, avec un recul de plus de 50% sur la période. La Grande-Bretagne représente aujourd'hui le principal marché du groupe avec 95% des ventes sur le premier semestre 2014-2015 contre 35% en 2007.

Face à cette situation, le groupe met en œuvre, chaque année depuis 2007, des mesures de restructuration en fermant ses filiales et en licenciant du personnel. Les effectifs sont ainsi passés de 154 personnes en mars 2007 à 29 personnes en 2014, toutes localisées en Grande Bretagne.

Graph.2 : Evolution des ventes (en k€) du groupe par pays



Source : comptes annuels

Les comptes du premier semestre de l'exercice 2015 (juillet à décembre 2014) font néanmoins ressortir une croissance de 4% du chiffre d'affaires consolidé qui s'explique par l'arrêt des ventes en Allemagne et une baisse de plus de 50% des ventes en France compensés par une croissance des ventes en Grande Bretagne de 40% (dont 30% hors effet des variations de change).

La bonne performance en Grande Bretagne au premier semestre s'explique par la très bonne performance enregistrée par deux titres pendant la période des fêtes de fin d'année. La direction d'ASP considère néanmoins que cette performance est de nature exceptionnelle et ne remet pas en cause la perspective de décroissance future.

2.2 Analyse de l'évolution des résultats

Le tableau suivant présente l'évolution des résultats du groupe depuis son acquisition par Avanquest en 2007 :

k€	03/07	03/08	03/09	03/10	06/11	06/12	06/13	06/14	12/14
Durée	12m	12m	12m	12m	15m	12m	12m	12m	6m
Chiffre d'affaires	35 059	26 176	25 356	21 455	25 877	15 534	11 766	8 750	6 012
Matières premières et marchandises	-12 080	-9 581	-10 064	-8 299	-9 630	-5 509	-5 798	-3 834	-3 208
Royalties	-5 246	-4 966	-4 384	-5 029	-4 077	-2 967	-1 859	-1 781	-894
Autres achats et charges externes	-8 483	-6 557	-5 944	-4 597	-5 153	-2 618	-2 346	-1 305	-406
Personnel	-8 473	-6 342	-3 822	-2 732	-3 576	-2 386	-1 770	-1 312	-675
EBITDA	777	-1 270	1 142	798	3 441	2 054	-7	518	829
% chiffre d'affaires	2%	-5%	5%	4%	13%	13%	0%	6%	14%
DAP nettes	-395	-3 195	-190	1 223	-243	-147	150	310	245
Résultat opérationnel courant	382	-4 465	952	2 021	3 198	1 907	143	828	1 074
% chiffre d'affaires	1%	-17%	4%	9%	12%	12%	1%	9%	18%
Autres produits et charges	-1 695	-4 529	-2 616	-92	-146	-848	-796	-110	0
Résultat opérationnel	-1 313	-8 994	-1 664	1 929	3 052	1 059	-653	718	1 074
% chiffre d'affaires	-4%	-34%	-7%	9%	12%	7%	-6%	8%	18%
Résultat net	-2 105	-9 733	-1 901	1 021	2 139	890	-647	562	831
% chiffre d'affaires	-6%	-37%	-7%	5%	8%	6%	-5%	6%	14%

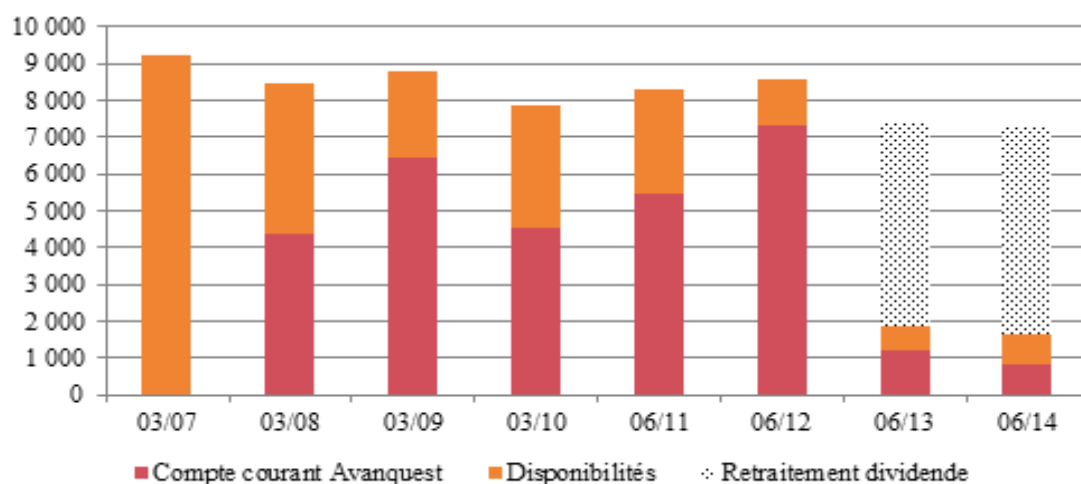
Source : comptes annuels

Dans un contexte de forte baisse de son activité, Emme est parvenue à maintenir une marge opérationnelle courante positive, sauf au cours de son exercice 2008, en mettant régulièrement en œuvre des mesures de restructuration.

Néanmoins, le coût des restructurations et des dépréciations d'actifs a fortement pesé sur les résultats.

Le graphique 3 montre également que depuis 2007 Emme n'a pas généré de trésorerie et que la distribution de dividende de 2013 a été réalisée en distribuant la trésorerie accumulée par la Société dans le passé et qui avait été prêtée à Avanquest sous forme de compte courant.

Graph 3. Evolution des actifs de trésorerie du groupe



Enfin, la profitabilité a été très hétérogène entre les filiales du groupe et il s'avère en réalité que les résultats consolidés s'expliquaient principalement par les performances d'ASP, la filiale en Grande Bretagne, alors que l'Allemagne était structurellement déficitaire et que la France dégagait une marge faible ou négative.

Répartition géographique de la performance opérationnelle

k€	03/07	03/08	03/09	03/10	06/11	06/12	06/13	06/14	12/14
Durée	12m	12m	12m	12m	15m	12m	12m	12m	6m
France	-473	-1 763	-1 134	-1 192	578	55	87	373	1
UK	2 909	1 217	1 798	3 037	3 515	1 669	344	611	1 062
Allemagne	-1 963	-2 758	405	228	-519	-109	-288	-156	10
Autres	-91	-1 161	-117	-52	-378	291	0	0	0
Résultat opérationnel courant	382	-4 465	952	2 021	3 196	1 906	143	828	1 073
France	-1 730	-2 414	-2 824	-1 362	429	-66	-579	335	0
UK	2 909	24	1 685	3 036	3 515	1 871	214	662	1 062
Allemagne	-2 380	-3 031	-408	310	-517	-1 038	-288	-279	11
Autres	-112	-3 573	-117	-55	-378	291	0	0	0
Résultat opérationnel	-1 313	-8 994	-1 664	1 929	3 049	1 058	-653	718	1 073

Source : comptes annuels

2.3 Analyse du bilan économique

Le tableau ci-dessous présente le bilan économique de Emme depuis 2012 :

k€	06/12	06/13	06/14	12/14
Ecart d'acquisition	2 653	2 323	2 448	2 503
Autres actifs immobilisés	980	336	293	255
BFR	532(*)	1 829	2 019	2 464
Actif économique	4 165	4 488	4 760	5 222
Capitaux propres	11 855	5 405	6 228	7 167
Provisions non courantes	887	931	190	29
Dette financière	0	0	0	639
Compte courant Avanquest	-7 326	-1 209	-848	-797
Trésorerie	-1 250	-639	-810	-1 817
Capital financier	4 166	4 488	4 760	5 222

Source : comptes annuels

(*) au 30 juin 2012, l'information disponible ne permet pas de dissocier la part des comptes courants dans les autres dettes. Au 30 juin 2011, les autres dettes comprenaient 1558 k€ de comptes courants. Le montant des autres dettes au 30 juin 2012 semble montrer que ce compte courant n'était pas remboursé à cette date, ce qui explique le faible niveau apparent du BFR

La Société disposait de fonds propres confortables qui lui ont permis de financer son activité sans recours à l'endettement et de disposer d'un compte courant chez Avanquest.

Cependant la taille de son bilan était limitée par rapport aux montants nécessaires pour développer et promouvoir une plateforme de distribution sur Internet ou des jeux vidéo ambitieux, ce qui explique pourquoi elle s'est concentrée sur la distribution physique de jeux vidéo.

3. Forces et faiblesses de la Société et menaces et opportunités sur son marché

L'activité de Emme en France, qui consiste à exploiter d'anciennes licences via le groupe Avanquest, est déclinante et permet seulement de couvrir les frais de fonctionnement.

La filiale anglaise du groupe, ASP, est positionnée sur un segment de marché déclinant et n'est pas présente sur les segments « mobiles » et « ventes dématérialisées ». Par ailleurs, elle intervient principalement sur la plateforme de Nintendo dont les derniers matériels n'ont pas rencontré le succès escompté.

Matrice SWOT

Forces

Connaissance et maîtrise du réseau de distribution physique en Angleterre.

Capacité de la direction anglaise à identifier des produits à succès

Faiblesses

Présent uniquement sur le marché de la distribution physique

Faible taille qui la prive des moyens de développer des contenus en propre

Opportunités

-

Menaces

Déclin structurel des supports physiques

IV. EVALUATION DES ACTIONS DE EMME SA

Afin d'apprécier l'équité du prix offert dans le cadre de l'Offre, il convient de déterminer la valeur des actions de la Société dans une optique *stand-alone*, c'est-à-dire avant prise en compte de l'impact de la cession des Actifs opérationnels.

A ce titre, nous avons retenu la méthode des *Discounted Cash-Flows* (« DCF ») et des multiples boursiers (3. et 4.). Nous présentons également la référence à la transaction réalisée avec SFPI (5.) et à l'analyse du cours de bourse (6.).

Pour information, nous avons également déterminé la valeur de la Société après cession des Actifs opérationnels, c'est-à-dire en tant que coquille (7.).

Nous exposons au préalable les raisons pour lesquelles nous avons écarté certaines méthodes et références (1.) et les éléments retenus pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur par action (2.).

1. Méthodes et références écartées

1.1 Référence à l'actif net comptable

Les comptes consolidés de Emme font apparaître des capitaux propres d'un montant de 7,167 m€ au 31 décembre 2014, soit 2,85 euros par action⁵. Ceux-ci tiennent compte d'écarts d'acquisition, pour un montant de 2,5 m€ en valeur nette, qui ont été testés dans les comptes annuels arrêtés au 30 juin 2014, sur la base du budget que la Société avait établi pour l'année 2014 / 2015, sans qu'il ne soit apparu que cette valeur doive être révisée au vu des comptes intermédiaires du 31 décembre 2014.

D'une manière générale, les principaux éléments d'actifs d'une société (goodwill, marques, relations clientèles....) ne sont pas nécessairement inscrits à l'actif pour leur valeur de marché ce qui prive de pertinence la référence à l'actif net comptable.

Dans le cas d'espèce, nous notons par ailleurs que les derniers tests de dépréciation réalisés n'ont pas reposé formellement sur la réalisation d'un plan d'affaires.

C'est pourquoi nous n'avons pas retenu cette référence.

⁵ Postérieurement à la cession des Actifs opérationnels, au 31 mars 2015, les capitaux propres s'élèvent à 7,147 m€, soit 2,84 euros par action

1.2 Référence aux objectifs de cours des analystes

Le titre Emme n'étant suivi par aucun analyste financier, cette référence n'a donc pas pu être retenue.

1.3 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, dans le cas d'espèce, la réévaluation des principaux éléments d'actifs serait redondante avec les autres approches mises en œuvre.

1.4 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.

Sur les derniers exercices, la Société n'a distribué qu'un dividende, d'un montant exceptionnel au regard de ses capitaux propres et de ses résultats, au cours de l'année 2013.

En l'absence de politique de distribution régulière des dividendes, cette méthode ne paraît pas pertinente pour évaluer la Société.

1.5 Méthode des transactions comparables

1.5.1. Transactions impliquant des sociétés dans le domaine de l'édition de contenus multimédias interactif ou la distribution de jeux vidéo

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

Nous n'avons pas mis en œuvre cette approche pour évaluer Emme SA en *stand-alone* car nous n'avons pas identifié de transaction portant sur des sociétés comparables qui seraient dans une situation comparable à la Société avant la cession de ses Actifs opérationnels.

1.5.2. Transactions impliquant des « coquilles »

Postérieurement à l'opération de cession d'actifs, Emme SA n'exerce plus aucune activité opérationnelle et détient presque exclusivement des actifs de trésorerie.

A titre indicatif, nous présentons ci-après les primes payées sur l'actif net comptable par les acquéreurs de coquilles souhaitant les utiliser comme véhicule de cotation au cours des opérations réalisées les dix dernières années.

Cible	Initiateur	Date	Nombre total d'actions	ANR €/action	Prix proposé €/action	Prime €
Medea	Artea	nov-13	591 000	0,001	0,9	525 623
Foncière 7 Investissement	Ingefin	avr-12	1 600 000	0,6	1,5	1 404 150
MB Retail Europe	Eurasia Groupe	janv-12	66 667 348	<0	0,01	967 929
FIPP	Acanthe	juil-11	108 648	1,3	13,7	1 347 068
Duc Lamothe Participations	Foncière des Jérômias Associés	nov-09	352 000	59,7	68,5	3 108 480
Intexa	Casino, Guichard Perrachon	juil-08	1 012 000	2,0	6,0	3 999 520
Foncière 7 Investissement	MSREF VI SPIRIT	mai-08	1 600 000	5,1	6,3	1 843 300
Fromageries Paul Renard	Altarea	mai-08	109 571	145,4	164,3	2 070 132
Mandarine Holding	Mandarine Group	avr-08	1 500 000	0,8	1,6	1 244 209
Aldeta	SI HMP	févr-08	1 007 265	6,3	10,0	3 700 595
Foncière Volta	SCBSM	sept-07	500 000	2,3	6,2	1 910 000
Orosdi Back	CEREP	juil-07	58 387	64,9	159,1	5 500 620
Etablissements Gaillard	Foncière Saint Honoré	janv-07	47 824	412,4	435,2	1 092 503
Chaîne et Trame	Meyer Bergman Retail	nov-06	1 399 348	0,4	1,5	1 544 012
IPBM	Sophia GE	août-06	2 157 088	21,1	23,0	4 141 609
Tayninh	Unibail	août-06	3 300 000	1,0	2,4	4 521 000
Sofco	Gecina	août-06	1 201 835	1,2	2,6	1 700 771
Franco Belge de Participations	Restaura	juin-06	82 677	97,4	148,6	4 239 283
La soie	Foncière des Régions	janv-06	168 168	51,1	68,7	2 963 142
Docks Lyonnais	Artémis Beteiligungs	déc-05	1 103 942	49,9	53,6	4 021 878
Tanneries de France	Atland	déc-05	109 146	46,2	50,5	474 647
Empain Graham Développement	Orion	juil-05	188 461	-1,2	11,3	2 342 986
Mines de la Lucette	MSREF Grillet	juin-05	1 549 503	20,5	21,0	766 863
Ateliers et constructions	Immobilière Bingen	avr-05	958 908	103,3	106,4	2 936 900
Foncière des Murs	Foncière des régions	janv-05	258 160	53,6	55,8	557 583
Moyenne						2 356 992

On observe que la grande majorité des opérations sont survenues entre 2005 et 2008 pour permettre à des sociétés d'investissements immobiliers de bénéficier du régime SIIC.

Ainsi, seulement quatre opérations sur des coquilles ont été réalisées depuis 2010.

La prime moyenne de coquille s'élève à 2,4 m€ mais on observe une grande disparité des primes payées qui sont comprises dans une fourchette allant de 0,5 à 5,0 m€.

On observe également que les primes payées depuis 2010 sont plus faibles et comprises entre 0,5 et 1,4 m€.

A notre avis, cette dernière fourchette de valorisation serait plus à même de constituer une référence pertinente car elle reflète la demande actuelle moins importante pour les coquilles.

A titre d'information uniquement, on peut noter qu'en appliquant une prime de coquille comprise entre 0,5 et 1,5 m€, à l'actif net comptable de la Société après cession de ses Actifs opérationnels, la valeur par action ressort entre **3,05** et **3,40 euros**.

	Estimation basse	Estimation haute
ANC/ANR ⁶ au 31 mars 2015 (m€)	7,15	7,15
+ Prime de coquille (m€)	0,53	1,40
= Valeur des fonds propres (m€)	7,67	8,55
Valeur par action (€)	3,05	3,40

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

2.1 Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des titres

En l'absence de bilan consolidé à la date d'évaluation, nous avons utilisé les comptes consolidés semestriels publiés au 31 décembre 2014.

Le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des actions suppose de retraiter un certain nombre d'actifs et passifs hors exploitation qui représentent, globalement, un ajustement à la hausse de 2,0 m€.

en k€	Montant
Actifs financiers	47
Trésorerie	1 817
Compte courant Avanquest	797
Provisions non courantes	-29
Dette financière	-639
Ajustement	1 993

⁶ Il s'agit principalement des actifs de trésorerie disponibles après la cession des Actifs opérationnels. Après cession des Actifs opérationnels, l'actif net comptable est équivalent à l'actif net réévalué.

2.2 Nombre d'actions pris en compte

Le capital de la Société est composé de 2.516.990 actions.

La Société ne détient pas de titres d'autocontrôle et il n'existe pas d'autres titres donnant accès au capital.

3. Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie

3.1 Principes

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

Cette méthode requiert de déterminer les paramètres suivants :

- les résultats prévisionnels ;
- les investissements et le besoin en fonds de roulement ;
- le taux d'actualisation ;
- les hypothèses de calcul de la valeur terminale.

3.2 Présentation des prévisions retenues

A la date de notre intervention, ASP n'avait pas encore établi de budget pour son exercice 2015/16 et ni la Société ni Avanquest n'ont donc été en mesure de nous fournir de plan d'affaires.

Par ailleurs, pour les raisons notées dans le paragraphe 1.1.1., les prévisions utilisées lors des derniers tests de dépréciation ne peuvent pas être considérées non plus comme pertinentes pour notre exercice de valorisation.

Nous avons donc construit les prévisions d'exploitation nécessaires à nos travaux de valorisation sur la base de nos discussions avec les dirigeants d'Avanquest et ASP et de notre analyse du marché et du positionnement d'ASP sur celui-ci.

Le premier point que nous avons analysé concerne les résultats réalisés par ASP sur le semestre clos le 31 décembre 2014 et ses prévisions d'atterrissage qui font apparaître un chiffre d'affaires prévisionnel de 9,2 m€ pour un résultat opérationnel de 1,4 m€.

Le management d'ASP estime que cette performance, qui s'explique par le succès commercial de deux titres⁷, était de nature exceptionnelle et ne remettait pas en cause le déclin structurel de l'activité sur un segment de marché en décroissance.

Le management d'ASP estime d'ailleurs ne pas disposer actuellement de titres phares en portefeuille et, du fait de moyens financiers trop limités, ne considère pas être en mesure d'en obtenir.

A cet égard, il faut noter que les acteurs des jeux vidéo connaissent de manière habituelle de très fortes variations de leur chiffre d'affaires liées au calendrier de sorties et au succès de quelques titres phares.

Le tableau suivant illustre cet état de fait d'un point de vue statistique de deux manières :

- 1/ La volatilité du taux de variation annuelle du chiffre d'affaires des principaux éditeurs de jeux vidéo atteint des niveaux très élevés (43,8 % pour Take-Two, 20,1% pour Ubisoft).
- 2/ L'autocorrélation des variations des chiffres d'affaires peut être fortement négative (-0,377 pour Take-Two, -0,635 pour Capcom). Cela reflète le fait qu'une année de forte croissance de chiffre d'affaires liée à un jeu ayant eu un important succès est fréquemment suivie d'une année de décroissance en l'absence d'un succès équivalent.

Analyse du taux de variation annuelle du chiffre d'affaires des principaux éditeurs de jeux vidéo sur la période 2005 / 2015

Société	Volatilité sur 10 ans	Autocorrélation
Take-Two	43,8%	-0,377
Ubisoft	20,1%	-0,417
Electronic Arts	12,8%	-0,157
Capcom	22,4%	-0,635
Konami	7,5%	0,021
Activision	31,9%	0,151

Source : Bloomberg, calculs Sorgem

⁷ Jeux *Walking Dead* et *La Reine des Neiges*

Il est donc hautement probable que la forte hausse de chiffre d'affaires enregistrée par ASP pour son exercice 2014/15 soit suivie d'une forte baisse.

A plus long terme, nous estimons qu'ASP subira inexorablement le déclin du marché physique des jeux vidéo en l'absence des moyens financiers nécessaires pour investir dans une plateforme de distribution par Internet ou dans le développement de jeux.

Dans ces conditions, nous avons défini des prévisions de chiffre d'affaires en fonction des conditions du marché des ventes de jeux en boîte au Royaume-Uni, en retenant les hypothèses suivantes :

- En l'absence des ventes exceptionnelles sur les deux licences précitées, le chiffre d'affaires en Livres Sterling aurait reculé de -6.3% par an sur les exercices 2014/2015 et 2015/2016. Ce taux correspond à la baisse du marché des ventes de jeux en boîte au Royaume-Uni en 2014.

Compte tenu de l'appréciation de la Livre sur la période, la décroissance des revenus en Euros est moins forte de sorte que le chiffre d'affaires estimé en 2015/2016 ressort en baisse de 27% par rapport à l'exercice 2014/2015 mais, en hausse de 2% par rapport à l'exercice 2013/2014.

	juin-14	juin-15	juin-16	TCAM
Chiffres d'affaires (GBP)	5 512	7 106	4 838	
Variation annuelle		29%	-32%	-6,3%
Taux de change moyen	0,83	0,77	0,72	
Chiffre d'affaires (EUR)	6 604	9 254	6 720	
Variation annuelle		40%	-27%	0,9%

- Sur les huit années suivantes, nous avons retenu une décroissance annuelle moyenne de 13% par an en ligne avec l'évolution du marché au cours des trois dernières années. A l'horizon du plan, le chiffre d'affaires normatif ressort à 2,2 m€.

Par ailleurs, nous avons retenu une décroissance de 50% de l'activité française en 2015-2016, soit un niveau comparable à celui du dernier semestre, et un arrêt de l'activité ensuite.

Enfin, nous retenons une marge opérationnelle égale à 10% du chiffre d'affaires par référence au taux de marge moyen de l'activité anglaise sur les trois derniers exercices. On observera que ce taux de marge connaît des fluctuations importantes selon les

années (18% en 2012, 3% en 2013 et 10% en 2014). Nous effectuons une analyse de sensibilité en fonction de ce paramètre (+/- 1%).

3.3 Autres éléments de détermination des flux de trésorerie

Pour déterminer les flux de trésorerie futurs, nous avons utilisé un taux d'imposition normatif de 20% applicable au Royaume-Uni à partir de 2015, l'activité française n'étant pas significativement contributive.

Par ailleurs, afin de tenir compte de la saisonnalité, nous avons estimé le niveau de BFR normatif de la façon suivante :

- un BFR de premier ordre⁸ qui représente 24% du chiffre d'affaires, soit la moyenne semestrielle sur les trois derniers exercices ;
- un BFR de second ordre⁹ qui représente -4% du chiffre d'affaires, soit le niveau constaté au 30 juin et 31 décembre 2014.

Enfin, nous retenons une hypothèse d'investissement net des dotations aux amortissements nul.

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 exigé par les investisseurs, compte tenu du risque intrinsèque de l'activité.

Ce taux correspond à un coût moyen pondéré du capital.

Compte tenu de la situation financière d'ASP, 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) :

⁸ Comportant les stocks, créances clients, créances de royalties et dettes fournisseurs

⁹ Comportant les actifs et passifs d'impôt exigibles, les autres créances et autres dettes (hors comptes courants) et les provisions courantes

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

Avec :

R_f	Taux sans risque
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 est généralement estimé sur la base des rendements offerts par des actifs considérés sans risque de défaut, c'est-à-dire les obligations d'Etat à 10 ans.

Le taux des obligations d'Etat anglaises s'élève à 1.97% si on l'observe sur une période d'un mois (source : Bloomberg).

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 comparaisons sur une base historique du rendement des actions et du 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 retenons une prime de risque du marché action de 5,0%, déterminée notamment à partir des travaux de Dimson, Marsh et Staunton¹⁰.

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.

L'analyse des betas des sociétés de l'échantillon de sociétés comparables ne permet pas de déterminer des coefficients pertinents (coefficient R^2 non significatif). Dans ces conditions, nous avons retenu le coefficient beta publié sur le site du professeur Damodaran¹¹ pour le secteur *Software Entertainment*, soit 0,95.

3.4.5. Prime de taille

Plusieurs travaux académiques font ressortir que le rendement attendu sur des entreprises de petites tailles serait supérieur à celui exigé par la formule du MEDAF. L'étude du cabinet Duff & Phelps a fait ressortir cet élément au travers de l'analyse des rendements historiques des entreprises cotées américaines¹². Il ressort de cette étude que la prime de taille peut être estimée à 3,74%.

3.4.6. Taux d'actualisation retenu

En utilisant ces paramètres, nous obtenons un taux d'actualisation de 10,50% sur la base duquel nous avons effectué une analyse de sensibilité avec un pas de +/- 0,25%.

Pour mémoire, on observera que ce taux est cohérent avec le taux de 10,80% utilisé par le groupe dans le cadre des tests de dépréciation sur l'écart d'acquisition relatif à ses activités au Royaume-Uni.

¹⁰ Source : études d'Elroy Dimson, Paul Marsh et Mike Staunton, voir notamment « The Worldwide Equity Premium : a smaller puzzle », 7 avril 2006, « Equity Premia Around the World », 7 octobre 2011, et Crédit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2014

¹¹ http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html

¹² 2015 Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital – Duff & Phelps

3.5 Calcul de la valeur terminale

A l'horizon du plan d'affaires, nous avons calculé une valeur terminale en retenant un taux de croissance nul.

3.6 Valeur par action à partir de l'approche DCF

La méthode de l'actualisation des flux de trésorerie aboutit à une fourchette de valorisation *stand-alone* de l'action Emme SA, déterminée à la date du présent rapport, comprise entre **2,54 euros** et **2,85 euros** selon le taux d'actualisation retenu (entre 10% et 11%) et le taux de marge normatif (entre 9 et 11%). Le prix de l'Offre fait ainsi ressortir une prime comprise entre 12% et 26%.

4. Méthode des multiples boursiers

4.1 Principes

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

Nous avons retenu la référence aux multiples d'EBIT et d'EBITDA et avons écarté la référence aux multiples de chiffre d'affaires compte tenu de la disparité de rentabilité des sociétés de l'échantillon.

Enfin, compte tenu du caractère exceptionnel et non récurrent des performances de l'exercice en cours, nous avons exclu les multiples de l'exercice 2014-2015 au profit des multiples de l'exercice 2015/2016.

4.2 Présentation de l'échantillon de sociétés comparables

Nous avons retenu un échantillon composé de deux sociétés européennes présentes sur le marché de l'édition et/ou la distribution de contenus multimédia.

- **Innelec Multimedia** est une société française spécialisée dans la distribution de logiciels (jeux, éducatifs, culturels, vie pratique) et d'accessoires pour le grand public et pour les professionnels. Innelec commercialise ses produits en France, dans les pays francophones et sur internet ;

- **Digital Bros** est une société italienne présente sur l'ensemble de la chaîne de valeur du jeu vidéo (conception/développement, d'édition et de rachats de droits d'exploitation, distribution en Italie).

En revanche, nous n'avons pas retenu Avanquest dans notre échantillon car elle a réorienté ses activités vers des domaines éloignés de ceux de Emme : la création digitale personnalisée et notamment le web-to-print, c'est-à-dire les services d'impression à distance de photo, et la gestion des objets connectés.

Principales caractéristiques financières des sociétés cotées comparables

Société	Valeur Entreprise	Croissance du CA			Marge EBITDA			Marge EBIT		
		juin-14	juin-15	juin-16	juin-14	juin-15	juin-16	juin-14	juin-15	juin-16
Innelec	6,7	-11%	-6%	4%	1,5%	-0,3%	1,4%	0,8%	-0,7%	0,6%
Digital Bros	108,9	16%	-5%	7%	6,1%	14,2%	19,1%	5,2%	11,8%	16,2%

Note : les agrégats d'Innelec sont présentés sur une base retraitée (la société clôture en mars)

On observe que tant la croissance que le niveau de marge de Digital Bros, qui est présent sur l'ensemble de la chaîne de valeur, sont plus élevés que ceux d'Innelec qui est seulement un distributeur.

Le tableau ci-dessous présente les multiples de valorisation ressortant de l'analyse des sociétés comparables cotées.

Multiples des sociétés de l'échantillon de sociétés cotées comparables

Société	Valeur Entreprise	Multiple EBITDA			Multiple EBIT		
		juin-15	juin-16	juin-17	juin-15	juin-16	juin-17
Innelec	6,7	ns	4,1x	2,5x	ns	10,2x	3,9x
Digital Bros	108,9	6,1x	4,2x	3,8x	7,3x	5,0x	4,2x
Moyenne		6,1x	4,1x	3,1x	7,3x	7,6x	4,1x

4.3 Valeur par action à partir des multiples boursiers

L'approche des multiples boursiers aboutit à une fourchette de valorisation *stand-alone* de l'action Emme SA comprise entre **2,14 euros** (référence au multiple d'EBITDA 2016/2017) et **2,89 euros** (référence au multiple d'EBIT 2016/2017).

Le prix de l'Offre fait ainsi ressortir une prime comprise entre 11% et 50% par référence à la valeur *stand-alone* avant opération de cession des Actifs opérationnels déterminée à partir des multiples boursiers déterminés.

5. Référence à la transaction réalisée avec SFPI

Le 17 février 2015, SFPI a acquis un bloc représentant 2.455.131 actions de la société Emme SA, soit 97,54% de son capital et de ses droits de vote, auprès d'Avanquest au prix de **3,20 euros** par action.

Le contrat de cession ne prévoit aucun mécanisme d'ajustement à la hausse ou à la baisse de ce prix en dehors des clauses habituelles de garantie. Par ailleurs, dans la partie suivante, nous montrerons que le prix de cession des Actifs opérationnels n'a pas constitué un avantage financier pour Avanquest.

Compte tenu de ces points, nous estimons que l'on peut considérer qu'Avanquest a cédé ses actions dans la Société au prix unitaire de 3,20 € sans qu'il y ait lieu de tenir compte d'éléments complémentaires à ce prix.

Le prix de 3,20 € proposé dans le cadre de l'Offre est donc équivalent à la référence résultant de la cession des actions détenues par Avanquest.

6. Référence au cours de bourse

La société Emme, fondée en 1994, a été introduite en bourse en avril 2000 à un prix de 17,8 € par action. La société est cotée sur le Compartiment C d'Euronext Paris.

A l'issue de l'Offre Publique d'Echange initiée en avril 2007, Avanquest a acquis 97,44 % du capital de la société et a ensuite porté cette participation à 97,54%.

6.1 Analyse de la liquidité

6.1.1. Volumes d'échanges

Depuis mai 2007, le flottant (environ 62 000 titres) et les volumes d'échanges sont restés très limités. Ainsi, sur une période de près de 8 ans¹³ :

- à peine 148 000 titres ont été échangés avec une moyenne de 75 titres échangés par jour de bourse ;
- moins d'une séance de bourse sur trois a donné lieu à des échanges de titres.

¹³ Sur la période du 1^{er} mai 2007 au 17 février 2015 (suspension du cours le 18 février)

Dans la période plus récente des deux années qui précèdent l'annonce de l'opération, les volumes d'échange étaient encore plus faibles, à savoir 59 titres échangés en moyenne par jour de bourse avec des échanges à peine un jour de bourse sur quatre.

Depuis la date d'annonce de l'opération¹⁴, les volumes d'échange ont été plus soutenus. Ainsi, 9 940 titres (0,4% du capital ou 16,1% du flottant) ont été échangés avec une moyenne de 126 titres par jour de bourse. Néanmoins, seules 24 séances ont donné lieu à des échanges de titres sur un total de 79 jours de bourse.

6.1.2. Analyse des principales variations du cours de bourse

Le tableau suivant présente les quinze plus importantes variations du cours de bourse, à la hausse et à la baisse, rencontrées depuis le 20 février 2013.

Hausse	Volume	Date	Evènement	Baisse	Volume	Date	Evènement
109,0%	300	24/11/2014	-	-45,9%	1	05/04/2013	Détachement de dividende
87,8%	800	21/03/2014	-	-38,3%	389	20/05/2013	-
80,7%	250	15/05/2013	-	-34,2%	200	19/06/2013	CA 9 mois (18/06)
66,7%	500	17/06/2013	CA 9 mois (18/06)	-34,2%	200	14/03/2014	-
58,6%	1001	31/03/2014	-	-34,1%	255	25/03/2014	-
43,3%	605	07/02/2014	-	-28,9%	450	05/12/2014	-
33,2%	185	18/02/2014	-	-27,4%	27	13/11/2014	-
32,5%	5	14/01/2014	-	-27,1%	125	02/04/2014	-
24,9%	307	08/04/2014	Rapport financier semestriel	-26,7%	425	02/05/2014	-
23,3%	56	12/05/2015	-	-26,5%	103	20/08/2014	-
20,1%	200	19/02/2014	-	-23,1%	30	06/12/2013	Rapport financier annuel (09/12)
18,5%	5	10/12/2014	-	-21,3%	70	13/05/2014	-
18,3%	153	29/10/2013	-	-20,0%	92	26/04/2013	-
17,5%	73	25/02/2015	Annonce opération le 20/02	-20,0%	504	28/01/2014	-
17,4%	94	15/04/2015	-	-18,6%	459	03/06/2014	-

La période d'analyse comprend 586 jours de bourse dont 160 séances ont donné lieu à des échanges de titres. Sur ces 160 séances, plus d'une séance sur quatre a donné lieu à une variation du cours de Emme SA d'au moins 10%.

¹⁴ Analyse réalisée sur la période du 18 février 2015 au 11 juin 2015

De plus, il ressort du tableau que le cours de bourse du titre a connu des variations quotidiennes d'une ampleur très importante pouvant atteindre +109% à la hausse et -46% à la baisse.

Surtout, dans la plupart des cas, nous n'avons pas été en mesure d'identifier d'évènements (annonces, publications) qui pourraient expliquer de telles variations. Ainsi, nous avons identifié seulement 6 évènements sur les 30 séances de plus forte variation du cours.

6.1.3. Délai de réaction à l'annonce de l'opération

Le 5 janvier 2015, le cours s'établissait à 2,80 € par action.

Ce cours est resté stable jusqu'au 17 février 2015 avec seulement 287 titres échangés à ce prix après le 5 janvier.

La cotation du titre a été suspendue le 18 et 19 février et a repris le 20 février suite à l'annonce de l'opération d'acquisition par SFPI avant ouverture de la bourse.

Aucun échange de titre n'est survenu au cours des séances des 20, 23 et 24 février.

Les premiers échanges survenus après l'annonce ont été réalisés le 25 février 2015 avec un échange de 73 titres à un prix de 3,29 € (soit une transaction d'une valeur de 240 €).

Le lendemain, 188 titres ont été échangés à un cours de 3,05 € et 900 titres à un cours de 3,13 €, soit un prix moyen de 3,12 €.

Le cours de bourse a donc réagi avec un délai de réaction long et dans des volumes d'échange très faibles.

6.1.4. Synthèse

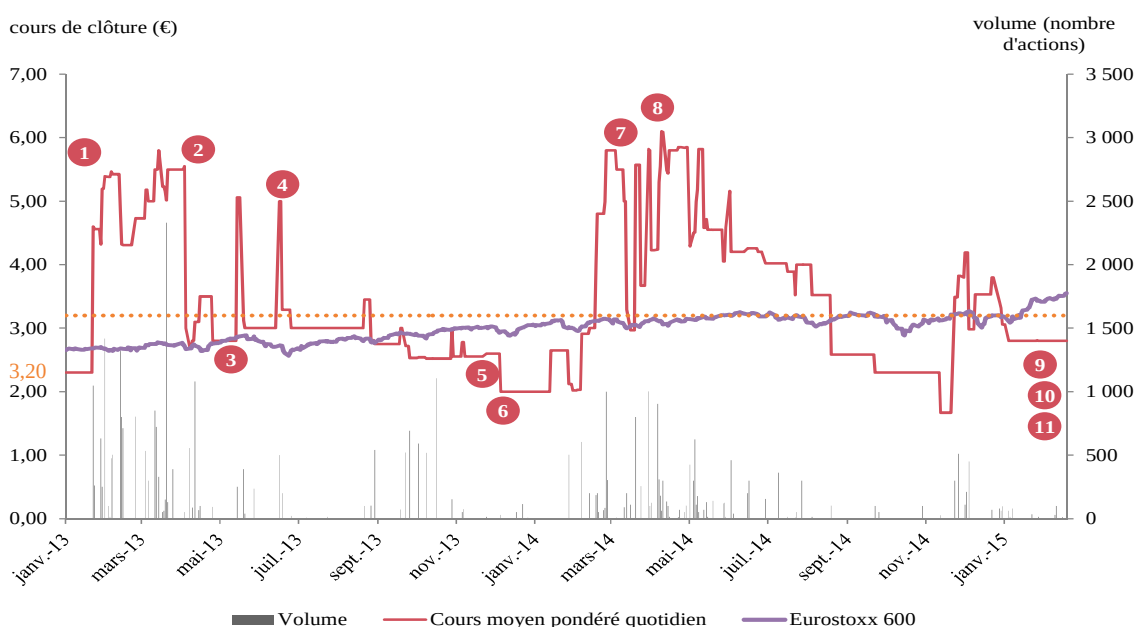
Le titre Emme bénéficie d'une liquidité très restreinte de sorte que l'analyse du cours de bourse sera présentée à titre d'information seulement et ne peut servir de base pertinente pour valoriser les actions de la Société.

6.2 Analyse du cours de bourse sur la période précédant l'annonce de l'opération

Le graphique suivant 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 depuis le mois de janvier 2013 et jusqu'au 17 février 2015.

Il illustre notre analyse précédente selon laquelle le cours a connu des variations importantes à la hausse et à la baisse qui ne s'expliquent pas par la prise en compte de nouvelles informations.

Evolution du cours de bourse du 02/01/2013 et 17/02/2015



Légende	Date	Annonce
1	22/01/2013	Annonce de distribution de dividendes (2,22€)
2	05/04/2013	Détachement de dividendes (2,22€)
3	03/05/2013	Rapport financier semestriel 2012 - 2013
4	18/06/2013	Chiffre d'affaires 9 mois 2012 - 2013
5	27/11/2013	Chiffre d'affaires du 1er trimestre 2013 - 2014
6	09/12/2013	Rapport financier annuel 2012 - 2013
7	05/03/2014	Chiffre d'affaires du 1er semestre 2013 - 2014
8	08/04/2014	Rapport financier semestriel 2013 - 2014
9	02/02/2015	Rapport financier annuel 2013 - 2014
10	16/02/2015	Chiffre d'affaires du 1er semestre 2014 - 2015
11	17/02/2015	Acquisition par Groupe SFPI de la participation majoritaire détenue par Avanquest au capital de la société Emme

Le tableau ci-dessous présente des indications sur le cours de l'action et les volumes échangés sur plusieurs périodes jusqu'au 17 février 2015 :

	Spot	20 jours	60 jours	120 jours	250 jours
Cours moyen	2,80	2,80	3,44	3,31	4,57
Cours max	-	2,81	4,19	4,19	6,10
Cours Min	-	2,80	2,80	1,67	1,67
Volume moyen	-	10	37	21	53
Volume cumulé	-	193	2 243	2 520	13 146
Nb de jours avec échanges	-	6	20	24	76

Source : Bloomberg

Au moment de l'annonce de l'opération, et durant le mois qui précède, le cours s'établissait à 2,80 € par action dans des volumes d'échanges marginaux.

Sur la période de 250 jours de bourse précédant l'annonce, le cours a oscillé entre 1,67 et 6,10 € avec un cours moyen de 4,57 €.

6.3 Analyse du cours de bourse depuis le 20 février 2015

Depuis le 20 février 2015, le cours du titre a évolué dans une fourchette comprise entre 3,11 € et 5,45 € par titre. Le cours moyen pondéré par les volumes s'établit à 3,37 €.

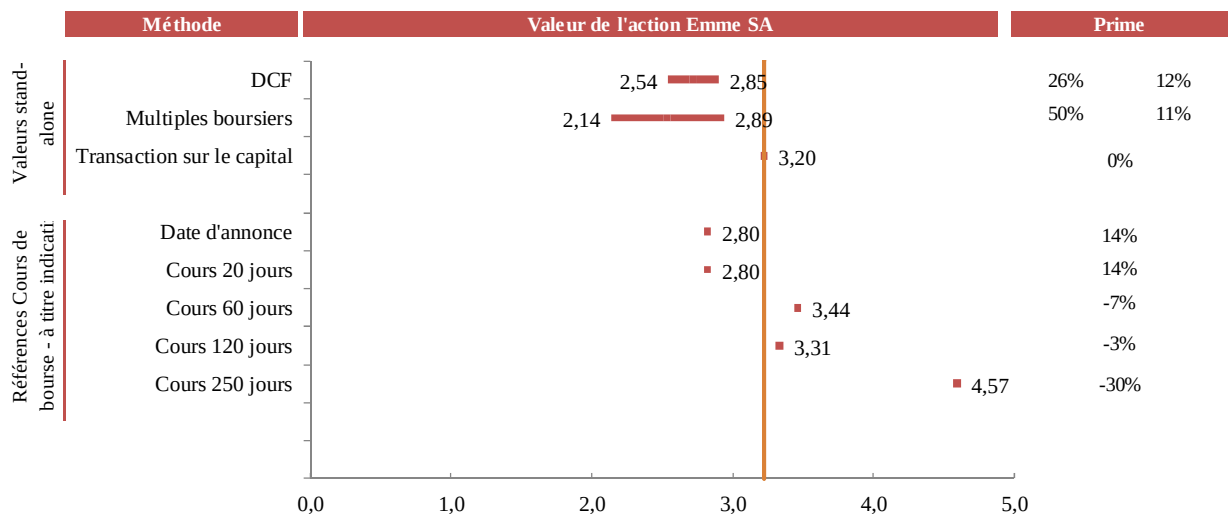
Il en ressort que le cours du titre a dépassé le prix de l'offre mais, dans des volumes très restreints :

- Le cours maximum de 5,45 € a été atteint avec un volume d'échange de 305 €, soit 56 titres ;
- L'ensemble des transactions réalisées à un prix supérieur à 3,20 € représentent un volume d'échange cumulé de seulement 24 200 €.

Enfin, le cours du titre a connu une fluctuation supérieure à 15% à quatre reprises, à chaque fois dans des volumes d'échanges de quelques centaines d'euros seulement, ce qui illustre une forte illiquidité et le caractère peu significatif de ces mouvements.

7. Conclusion sur la valeur de l'action Emme SA

Le tableau ci-dessous représente les fourchettes de valorisation des actions de la Société dans la situation où elle aurait conservé ses Actifs opérationnels :



Nos travaux font apparaître que le Prix d'Offre de 3,20 € :

- est équivalent au prix payé dans le cadre de la transaction avec Avanquest ;
- extériorise une prime comprise entre 12% et 26% par rapport à la valeur obtenue par la méthode DCF ;
- extériorise une prime comprise entre 11% et 50% par rapport à la valeur obtenue par la méthode des multiples boursiers.

V. ANALYSE DE L'OPERATION DE CESSION DES ACTIFS OPERATIONNELS A AVANQUEST

Après avoir présenté de manière détaillée l'opération par laquelle Emme a cédé ses Actif opérationnels à Emme (1.), nous procéderons à leur évaluation (2. à 4.) à la date de closing, soit le 31 mars 2015, pour conclure sur le caractère équitable de l'opération connexe (5.).

1. Présentation de l'opération

1.1 Description des actifs cédés

L'Acte de cession d'actifs conclu le 17 février 2015 entre Emme SA et Emme SAS (filiale de Avanquest créée à cet effet) portait sur la cession des actifs suivants :

- la totalité des titres de la société Avanquest Software Publishing (filiale anglaise) ;
- la totalité des titres de la société Emme Deutschland (filiale allemande) ;
- les actifs opérationnels à l'exception (i) du compte courant d'Avanquest, (ii) des actifs de trésorerie, (iii) d'un prêt OCIL et (iv) des créances fiscales et sociales.

L'Acte de cession d'actifs prévoyait également que le cessionnaire s'engage à prendre en charge l'ensemble des passifs de la société, à l'exception des dettes fiscales et sociales, et à rembourser le compte courant d'Avanquest. Enfin, un ensemble de contrats commerciaux était également transféré au cessionnaire.

Globalement la valeur nette comptable des actifs cédés s'élevait au 30 mars 2015 à 1.178,8 k€ et la valeur comptable des passifs pris en charge à 530,4 k€, soit un actif net cédé de 648,4 k€.

1.2 Prix des actifs cédés

Le prix de cession des titres de la société ASP a été fixé à 5,4 m€ et celui des titres de la société ED à 1 euro.

Le prix de cession des actifs détenus directement par Emme SA a été fixé à 500.000 euros avec un mécanisme d'ajustement de prix en fonction du niveau du

compte courant d'Avanquest (estimé à 800.000 €) et de la trésorerie sociale (estimée à 400.000 €) à la date de *closing*.

Au 30 mars 2015, le compte courant d'Avanquest s'élevait à 1.261.371 € et la trésorerie à 414.422 € de sorte que l'ajustement de prix s'est établi à -474.794 €.

Le prix de vente des actifs est donc ressorti à 24.206 € après ajustement.

Au total, le prix de cession définitif des Actifs opérationnels a donc atteint 5.424.207 €.

Les Actifs opérationnels constituant un ensemble indissociable, nous avons comparé le prix de cession de 5.424.207 € avec notre évaluation globale de l'ensemble des actifs cédés à Avanquest, bien que nous ayons valorisé chacun de ces actifs séparément (2. à 4.).

2. Valeur des actifs de Emme hors titres de participation

Depuis le 1^{er} juillet 2013, Emme SA distribue ses produits en France exclusivement par l'intermédiaire d'Avanquest. Cette activité est en forte décroissance depuis de nombreuses années et a encore reculé de 50% au premier semestre.

Dans ce contexte de décroissance, l'activité ne devrait pas dégager de résultat significatif dans le futur, étant précisé que sa capacité contributive a été très faible, voire négative par le passé comme le montre le tableau ci-dessous :

k€	mars-08	mars-09	mars-10	juin-11	juin-12	juin-13	juin-14	déc.-13	déc.-14
Comptes sociaux Emme SA									
Chiffre d'affaires	11 273	9 626	4 031	3 947	1 629	857	1 098	-	-
Résultat d'exploitation	-3 172	-1 849	-1 567	-168	374	-52	332	-	-
Comptes consolidés (activité France)									
Chiffre d'affaires	12 665	11 030	4 677	5 030	1 787	857	1 098	674	323
Résultat opérationnel	-2 414	-2 824	-1 362	429	-66	-579	335	101	0

Dans ces conditions, la valorisation des actifs de Emme SA sur la base de leur valeur nette comptable est pertinente.

A ce titre, on observera que les actifs cédés correspondent principalement à des actifs circulants, en particulier des créances clients, à l'exception :

- des immobilisations incorporelles qui concernent principalement les produits du catalogue Hachette Multimedia, Education, Jeunesse et Vie Pratique qui ont été dépréciées en 2013 suite à l'arrêt de la commercialisation de ces produits ;

- du compte courant de Emme Deutschland qui est totalement déprécié et ne pourra être recouvré suite à la liquidation de la filiale.

La valeur nette comptable des actifs de Emme s'établit à 648.393 € au 30 mars 2015.

3. Valeur de la participation dans Emme Deutschland

Les titres de Emme Deutschland ainsi que son compte courant débiteur dans les livres de Emme SA (8,5 millions d'euros) ont été entièrement dépréciés dans les comptes de Emme SA depuis l'exercice 2010.

En octobre 2014, Emme SA a pris la décision de fermer sa filiale allemande qui était structurellement déficitaire. Emme Deutschland a en effet réalisé des pertes d'exploitation cumulées de 8,6 millions d'euros au cours des 10 dernières années.

Dans ces conditions, nous sommes d'avis que le prix de 1 euro est justifié.

4. Valeur de la participation dans Avanquest Software Publishing

Nous avons évalué la participation de Emme dans ASP à la date de closing par la méthode des flux de trésorerie futurs (4.1.) et des comparables boursiers (4.2.).

4.1 Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des titres

Nous avons calculé les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des titres d'ASP sur la base de ses derniers comptes arrêtés au 30 juin 2014.

L'ajustement négatif à hauteur de -203 k€ tient compte du dividende versé par ASP à sa maison mère, le 4 juillet 2014, comme le détaille le tableau ci-dessous.

Ajustement en k€	
Trésorerie au 30 juin 2014	415
Dividende versé à Emme SA	-618
Ajustement	-203

4.2 Valeur d'ASP par la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie

Nous avons retenu la même approche et les mêmes prévisions pour évaluer ASP que celle que nous avons utilisées pour évaluer la Société à la date du présent rapport sauf que les flux ont été actualisés au 31 mars 2015 et le taux d'actualisation déterminé également à cette date¹⁵.

La méthode de l'actualisation des flux de trésorerie aboutit à une fourchette de valorisation des titres ASP comprise entre 4,1 et 4,9 m€ selon le taux d'actualisation retenu (entre 9,7% et 10,7%) et le taux de marge normatif (entre 9 et 11%).

4.3 Valorisation d'ASP par la méthode des multiples boursiers

Nous avons retenu la même approche pour évaluer ASP à la date du 31 mars 2015 que celle que nous avons utilisée pour évaluer la Société à la date du présent rapport.

Le tableau suivant présente les multiples des sociétés comparables retenues à la date du 31 mars 2015.

Multiples des sociétés de l'échantillon de sociétés cotées comparables au 31 mars 2015

Société	Valeur Entreprise	Multiple EBITDA			Multiple EBIT		
		juin-15	juin-16	juin-17	juin-15	juin-16	juin-17
Innelec	6,6	ns	4,1x	2,4x	ns	6,0x	3,7x
Digital Bros	81,5	4,5x	3,3x	2,9x	5,4x	3,7x	3,3x
Moyenne		4,5x	3,7x	2,6x	5,4x	4,9x	3,5x

L'évolution des multiples par rapport à l'évaluation précédente au 15 juin 2015, s'explique par une forte augmentation de la capitalisation boursière de Digital Bros suite à l'annonce d'un partenariat sur une licence à succès et par la révision des prévisions d'EBIT d'Innelec pour les exercices clos en mars 2015 et 2016.

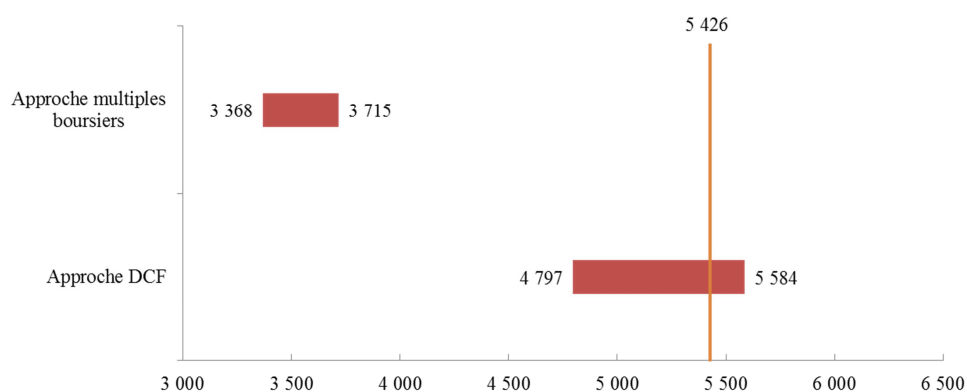
L'approche des multiples boursiers aboutit à une fourchette de valorisation des titres ASP comprise entre 2,7 et 3,1 m€.

¹⁵ Le taux d'actualisation ressort à 10,2% compte tenu de l'évolution du taux sans risque.

5. Synthèse de notre avis sur l'opération connexe

Le tableau ci-dessous représente les fourchettes de valorisation des Actifs opérationnels cédés selon les différentes méthodes d'évaluation présentées.

en k€	Min	Central	Max
Approche DCF	4 797	5 176	5 584
Valeur des titres ASP	4 149	4 528	4 936
Valeur des actifs France	648	648	648
Valeur des titres ED	0	0	0
Approche multiples boursiers	3 368	3 541	3 715
Valeur des titres ASP	2 720	2 893	3 067
Valeur des actifs France	648	648	648
Valeur des titres ED	0	0	0



Le prix de cession de 5,4 m€ est supérieur à la valeur qui résulte de l'approche des multiples boursiers et se situe dans le haut de la fourchette de la valeur DCF.

Dans ces conditions, nous considérons que l'opération de cession des Actifs opérationnels ne fait pas apparaître d'avantage au profit d'Avanquest.

VI. TRAVAUX D'EVALUATION DE L'ETABLISSEMENT EVALUATEUR

La comparaison des résultats des travaux d'Aforge Degroof Finance (« l'Etablissement évaluateur », « ADF ») et de nos travaux sont présentés dans le tableau ci-dessous :

	ADF		Sorgem	
	Min	Max	Min	Max
Méthodes d'évaluation				
Transaction sur le capital de la société	3,20		3,20	
ANC/ANR – transaction sur les actifs	2,84		non retenu	
Multiples boursiers (valeur avant cession)	1,38	2,73	2,14	2,89
Flux de trésorerie (valeur avant cession)	2,47	2,80	2,54	2,85
Références (pour mémoire)				
spot	2,80		2,80	
20 jours	2,80		2,80	
60 jours	3,43		3,44	
120 jours	3,30		3,31	
250 jours	4,59		4,57	

L'Etablissement évaluateur a retenu des références de valorisation et mis en œuvre des méthodes d'évaluation identiques à l'exception du fait qu'il a retenu la référence à l'actif net comptable après cession des Actifs opérationnels que nous écartons.

La comparaison avec nos résultats fait apparaître une cohérence globale avec les travaux de l'Etablissement évaluateur.

Nous relevons cependant un écart dans le montant de l'ajustement retenu pour déterminer la valeur des fonds propres car l'Etablissement évaluateur se base sur les comptes consolidés au 30 juin 2014 alors que nous retenons les comptes consolidés au 31 décembre 2014. Ainsi, l'ajustement que nous retenons est supérieur de 0,7 M€. Cette différence n'impacte pas les résultats de l'approche DCF dès lors que le premier flux retenu dans le plan d'affaires compense cette différence de date¹⁶. Cette différence impacte cependant les résultats de l'approche par les multiples boursiers pour un montant de 0,28 € par action.

¹⁶ C'est-à-dire que nous retenons les flux à partir du 1^{er} janvier 2015 contre le 1^{er} juillet 2014 pour l'Etablissement évaluateur.

Nous observons également des écarts minimes sur les analyses du cours de bourse qui s'expliquent par la référence de prix utilisée. L'Etablissement évaluateur retient le cours de clôture alors que nous utilisons le cours quotidien moyen pondéré.

Nous commentons ci-dessous les principaux écarts qui portent sur la mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers (1.) et l'actualisation des flux de trésorerie (2.).

1. Commentaires sur la méthode des comparables boursiers

Nous retenons un échantillon identique composé des sociétés Innelec et Digital Bros.

Au-delà de l'impact du montant retenu pour le passage à la valeur des fonds propres, l'écart dans la fourchette de valorisation s'explique principalement par la prise en compte des multiples de l'exercice 2017 dans les travaux de l'Etablissement évaluateur.

Les écarts sur le multiple moyen de l'échantillon sont faibles et se compensent par les faibles différences sur les agrégats de résultats.

Le tableau suivant présente la décomposition de l'écart sur les multiples communs à nos deux approches :

en € par action	EBITDA 2016	EBIT 2016
Sorgem	2,14	2,89
Etablissement évaluateur	1,85	2,73
Ecart	0,29	0,16
dont impact multiple moyen	-0,05	-0,21
dont impact agrégat	0,07	0,09
dont impact ajustement	0,28	0,28

2. Commentaires sur la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie

Comme indiqué supra, la Société n'a pas établi de plan d'affaires *stand-alone* en l'absence de cession de ses Actifs opérationnels. Dans ces conditions, les prévisions futures ont été établies par l'Etablissement évaluateur d'une part, et nous d'autre part, sur la base de données de marché et de nos discussions avec l'équipe d'ASP au Royaume-Uni.

Le tableau suivant montre que les hypothèses retenues dans ce cadre sont globalement cohérentes :

	ADF scénario 1	ADF scénario 2	Sorgem
Evolution du chiffre d'affaires			
2016	-29%	-29%	-29%
2017	-13%	-18%	-16%
Ensuite	-10%	-15%	-13%
Taux de marge normatif	10%	10%	10%
Valeur terminale			
Année normative	2022	2022	2025
Taux de croissance à l'infini	1%	1%	0%

La seule différence notable réside les hypothèses retenues pour le calcul de la valeur terminale. A ce titre, nous faisons l'hypothèse d'une phase de décroissance plus longue avant d'atteindre une année normative. Nous retenons également un taux de croissance à l'infini nul.

Ces différences dans le calcul de la valeur terminale sont compensées par le taux d'actualisation plus faible que nous retenons, soit 10,5% contre 11,7%. L'écart de taux provient du coefficient Beta et du taux sans risque.

	ADF	Sorgem
Taux sans risque	2,18%	1,97%
Beta	1,13	0,95
Prime de risque	5,10%	5,00%
Prime de taille	3,74%	3,74%

VII. SYNTHÈSE DE NOS TRAVAUX ET ATTESTATION SUR LE CARACTÈRE ÉQUITABLE DE L'OFFRE

Nous avons été désignés par le Conseil d'administration de Emme SA conformément à l'article 261-1 I 1° et 4 ° du règlement général de l'AMF au titre du risque de conflit d'intérêts au sein du Conseil d'administration de la Société.

Nous avons mené nos travaux d'évaluation en mettant en œuvre les méthodes usuelles en la matière étant précisé que nous n'avons pas pu disposer ni d'un budget 2015/2016 ni d'un plan d'affaires établi par l'ancienne direction. Nous avons donc construit des prévisions à partir d'une analyse de l'évolution du marché et des caractéristiques de la société.

Le prix de l'Offre a été fixé à 3,20 euros par l'Initiateur.

1. Avis sur l'opération de cession des Actifs opérationnels de Emme SA à Avanquest

Nous avons évalué les Actifs opérationnels cédés par Emme à Avanquest à la date du 31 mars 2015.

Notre analyse fait ressortir que cette opération connexe n'est pas de nature à rompre l'égalité de traitement entre les actionnaires.

2. 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 du Règlement général de l'AMF suite à l'acquisition d'un bloc de titres lui conférant 97,54% du capital et des droits de vote.

Par ailleurs, l'Offre s'inscrit globalement dans le cadre de la cession des Actifs opérationnels de la Société à Avanquest et de la réorientation de ses activités au travers de la prochaine fusion-absorption avec sa maison mère. Elle purge l'obligation d'offre publique de retrait en application de l'article 236-6 du Règlement Général de l'AMF.

Nos travaux font apparaître que le Prix d'Offre de 3,20 € :

- est équivalent au prix payé dans le cadre de la transaction avec Avanquest ;
- extériorise une prime comprise entre 8% et 32% par rapport à la valeur obtenue par la méthode DCF en considérant que la Société aurait conservé ses Actifs opérationnels ;
- extériorise une prime comprise entre 11% et 50% par rapport à la valeur obtenue par la méthode des multiples boursiers en considérant que la Société aurait conservé ses Actifs opérationnels.

Nous considérons que le Prix d'offre de 3,20 € est équitable pour les actionnaires minoritaires dans le cadre de l'Offre.

Fait à Paris, le 22 juin 2015

Pour SORGEM EVALUATION

Maurice Nussenbaum
Président Sorgem Evaluation

Teddy Guerineau
Associé Sorgem Evaluation

■ Annexe : 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 de cession des Actifs opérationnels et prise de connaissance de la documentation contractuelle.
 - Analyse du contexte de l'Offre ;
 - Analyse des comptes de Emme et de ses performances historiques ;
 - Entretiens avec les conseils et la direction des sociétés Emme et SFPI sur les points suivants :
 - > présentation de la Société et de l'Initiateur ;
 - > motifs et modalités de la cession des Actifs opérationnels ;
 - > modalités de l'Offre ;
 - > description de l'activité de Emme, de son marché et de ses perspectives.
 - Analyse du prix de cession des Actifs opérationnels, au vu des conditions de marché au 31 mars 2015, à partir d'une approche multicritère (DCF et multiples boursiers) dans le cadre de l'appréciation de l'opération connexe ;
 - Mise en œuvre d'une approche multicritères pour l'évaluation de Emme – à partir des approches DCF et des multiples boursiers (reflétant la valeur *stand-alone*) et de transactions (reflétant une valeur avant et après cession des Actifs opérationnels) – dans le cadre de l'appréciation du Prix d'offre ;
 - Analyse du cours de bourse de Emme SA : analyse de la liquidité et de l'évolution du cours ;
 - Analyse de la cession du Bloc entre SFPI et Avanquest ;
 - Analyse des travaux de l'Etablissement évaluateur ;
 - Rédaction du présent rapport d'expertise indépendante ;
 - Revue indépendante.
-

2. Liste des personnes rencontrées ou contactées

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

Emme :

M. Henri Morel (Président Directeur Général)

ASP :

M. Steve Powell (Managing Director)

Groupe SFPI :

M. Henri Morel (Président Directeur Général)

M. Jean-Bertrand Prot (Directeur Général Délégué)

M. Nicolas Loyau (Directeur Financier Groupe)

M. Pierre-Paul Fini (Directeur Juridique Groupe)

Avanquest

M. Philippe Misteli : Directeur Financier

Cabinet Hoche (avocats de SFPI) :

Me. Laurent Bensaid (Associé)

Me. Laura Vanhoutte (Avocat)

Me. Cynthia Herrmann Tubiana (Avocat)

Aforge Degroof Finance :

M. Arnaud Saint-Clair (Executive Director)

M. Nicolas Aftimos (Associate)

Cabinet Kling et Associés (co-commissaire à la fusion) :

Monsieur Didier Kling (Associé)

Madame Anne Nouquati (Associée)

3. Informations et documents utilisés

Documents	Source
Comptes sociaux et comptes consolidés de la société Emme	Emme
Comptes sociaux de Emme SA au 31 mars 2015	Emme
Documentation juridique (protocole d'accord, contrats de cessions)	ADF
Prévisions d'atterrissage ASP sur l'exercice 2014/2015	Management ASP
Rapport d'évaluation de l'Etablissement présentateur	ADF
Informations financières diverses (cours de bourse, bêtas,...)	Bloomberg
Notes d'analystes	Thomson One
Informations financières sur les sociétés citées dans le rapport	Bloomberg / sites internet / Orbis / Thomson One
Analyse de marché	Xerfi / MCV / GFK

4. Calendrier de l'étude

- Contact par la Société et établissement d'une lettre de mission : mars 2015.
- Désignation de Sorgem Evaluation comme expert indépendant par le conseil d'administration : 31 mars 2015.
- Recueil de l'information requise pour apprécier l'équité de l'opération, réalisation des premiers travaux d'analyse et échange avec la Société et l'Initiateur dans le but de nous forger une première opinion : avril à mai 2015.
- Poursuite et approfondissement des travaux réalisés : 1^{er} juin au 19 juin 2015 ;
- Remise du projet de notre rapport : 19 juin 2015 ;
- Remise de la version finale de notre rapport : 22 juin 2015.

5. Rémunération

Le montant des honoraires aux termes de la lettre de mission de Sorgem Evaluation s'établit entre 60.000 et 65.000 € hors taxes.

3. Avis motivé du Conseil d'administration d'Emme

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, les membres du conseil d'administration d'Emme se sont réunis le 22 juin 2015 sous la présidence de Monsieur Henri Morel, président-directeur général de la Société, à l'effet d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt que présente l'Offre pour la Société et ses actionnaires.

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

- le prix de l'Offre est de 3,20 euros par action ;
- le prix de l'Offre se compare favorablement à certains des critères de valorisation présentés dans la synthèse préparée par Aforge Degroof Finance et dans le rapport de l'Expert Indépendant ;
- les conclusions de l'Expert Indépendant rappellent que :

« Nos travaux font apparaître que le Prix d'Offre de 3,20 euros :

- est équivalent au prix payé dans le cadre de la transaction avec Avanquest ;*
- extériorise une prime comprise entre 8% et 32% par rapport à la valeur obtenue par la méthode DCF en considérant que la Société aurait conservé ses Actifs opérationnels ;*
- extériorise une prime comprise entre 11% et 50% par rapport à la valeur obtenue par la méthode des multiples boursiers en considérant que la Société aurait conservé ses Actifs opérationnels.*

Nous considérons que le Prix d'offre de 3,20 € est équitable pour les actionnaires minoritaires dans le cadre de l'Offre. »

- le prix de l'Offre représente une opportunité de liquidité immédiate pour l'ensemble des actionnaires de la Société à des conditions satisfaisantes, le Conseil d'administration ayant par ailleurs pris acte que SFPI n'envisageait pas de procéder à un retrait obligatoire ;
- SFPI envisage la réalisation de la Fusion au second semestre 2015 et, par conséquent, la cotation immédiate des activités de SFPI et la réorientation de l'activité sociale d'Emme, sur la base d'une parité de Fusion de 105 actions Emme à émettre contre 2 actions SFPI existantes, s'inscrivent dans le cadre des travaux préliminaires des commissaires à la Fusion.

Le Conseil d'administration, connaissance prise (i) des termes de l'Offre, (ii) des motifs et des intentions de l'Initiateur, (iii) des éléments de valorisation indiqués dans la synthèse préparée par Aforge Degroof Finance et dans le rapport de l'Expert Indépendant et, après en avoir délibéré, considère à l'unanimité que l'Offre est réalisée dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires, 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 qui sont présents émettent un avis favorable et approuvent à l'unanimité l'Offre décrite dans le Projet de Note d'Information de l'Initiateur. Le Conseil d'administration recommande aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre.

4. Accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue

Outre l'accord portant sur la Cession des Actifs ainsi que le projet de Fusion, aucun accord ne saurait, à la connaissance de la Société, avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

5. Modalités de mise à disposition des informations relatives à la Société

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société requises par l'article 231-28 du règlement général de l'AMF seront mises à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et d'Emme (www.emme-finance.groupefpi.com), et peuvent être obtenues sans frais auprès d'Emme, 20 rue de l'Arc de Triomphe, 75017 Paris et de Banque Degroof France SA, 44 rue de Lisbonne, 75008 Paris.

6. Personne assumant la responsabilité de la note en réponse

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

Monsieur Henri Morel
Président-directeur général