

PROJET DE NOTE D'INFORMATION ETABLI PAR LA SOCIETE



EN REPONSE AU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE
D'ACHAT SIMPLIFIEE INITIEE PAR

William Demant / Holding



Le présent projet de note en réponse a été établi et déposé le 30 septembre 2015 auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« AMF ») conformément aux dispositions des articles 231-19 et 231-26 du Règlement général de l'AMF. Le présent projet de note d'information en réponse reste soumis à l'examen de l'AMF.

AVIS IMPORTANT

En application des dispositions des articles 231-19 et 261-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet BM&A, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le présent projet de note d'information en réponse.

Le présent projet de note en réponse est disponible sur le site Internet d'Audika Groupe (www.finance.audika.com) et celui de l'AMF (www.amf-france.org). Il peut également être obtenu sans frais auprès de :

AUDIKA GROUPE
12, rue de Presbourg
75116 PARIS

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF, il est précisé que les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la société AUDIKA GROUPE seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique simplifiée selon les mêmes modalités.

TABLE DES MATIÈRES

	Page
1. Présentation et contexte de l'Offre	4
1.1 Description de l'Offre.....	4
1.2 Contexte de l'Offre.....	5
1.2.1 Description de l'Achat de Bloc.....	5
1.2.2 Déclarations de franchissement de seuil.....	6
2. Accords susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'offre	6
2.1 Engagement d'apport à l'Offre.....	6
2.2 Autorisations réglementaires.....	6
2.3 Composition du Conseil d'administration.....	6
2.4 Direction générale de la Société	7
3. Rapport de l'Expert Indépendant.....	7
4. Avis motive du Conseil d'administration de la Société	7
5. Intention des membres du Conseil d'administration	9
6. Avis du Comité d'entreprise.....	9
7. Mesures susceptibles de faire échouer l'Offre que la Société a mises en œuvre ou décide de mettre en œuvre.....	9
8. Informations susceptibles d'avoir une incidence sur l'issue de l'Offre.....	9
8.1 Structure du capital de la Société.....	10
8.2 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce	11
8.3 Participations directes et indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce	11
8.4 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci.....	11
8.5 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier.....	11
8.6 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote	11
8.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration de la Société et à la modification des statuts de la Société	11
8.7.1 Membres du Conseil d'Administration	11
8.7.2 Modifications des statuts de la Société.....	12
8.8 Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres	12
8.9 Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société, sauf si cette divulgation, hors les cas d'obligation légale de divulgation, porterait gravement atteinte à ses intérêts	13
8.10 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration de la Société ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique	13

9. Nombre d'actions détenues directement ou indirectement par AUDIKA GROUPE et nombre d'actions qu'elle peut détenir à sa propre initiative.....	13
10. Modalités de mise à disposition des informations mentionnées à l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF.....	13
11. Personnes assumant la responsabilité de la note d'information en réponse	14
Annexe : rapport de l'Expert Indépendant	15

1. PRÉSENTATION ET CONTEXTE DE L'OFFRE

1.1 Description de l'Offre

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 233-1 1°, 234-2 et suivants du règlement général de l'AMF, WILLIAM DEMANT HOLDING A/S, une société anonyme (*aktieselskab*) de droit danois au capital de 54.425.235 couronnes danoises, dont le siège social est situé Kongebakken 9 – DK-2765 SMØRUM (DANEMARK), et immatriculée au registre du commerce danois sous le n° 71 18 69 11 (ci-après l'« Initiateur » ou « WILLIAM DEMANT HOLDING A/S »), propose de manière irrévocable aux actionnaires de la société AUDIKA GROUPE, société anonyme au capital de 283.500,00 euros, dont le siège social est situé 12, rue de Presbourg – 75116 PARIS, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de PARIS sous le numéro 310 612 387, et dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment C du marché réglementé d'Euronext à PARIS (ISIN : FR0000063752 ADI) (ci-après la « Société » ou « AUDIKA GROUPE »), d'acquérir dans les conditions décrites ci-après (l'« Offre ») la totalité des actions AUDIKA GROUPE non détenues par l'Initiateur au prix unitaire de 17,79 euros par action (le « Prix de l'Offre »).

Conformément à l'article 233-1 1° du règlement général de l'AMF, l'Offre prend la forme d'une offre publique d'achat simplifiée.

L'Offre fait suite à l'acquisition hors marché par WILLIAM DEMANT HOLDING A/S le 29 septembre 2015 de 5.097.604 actions d'AUDIKA GROUPE auprès de HOLTON, une société par actions simplifiée au capital social de 270.852,30 euros, dont le siège social est situé 12, rue de Presbourg – 75116 PARIS, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de PARIS sous le numéro 499 194 231 par voie de cession de bloc hors marché (l'« Achat de Bloc »), représentant environ 53,94% du capital et 70,08% des droits de vote théoriques de la Société.

Préalablement à l'Achat de Bloc, l'Initiateur ne détenait aucune action d'AUDIKA GROUPE.

WILLIAM DEMANT HOLDING A/S détient à la date de dépôt de l'Offre, 5.097.604 actions d'AUDIKA GROUPE, représentant environ 53,94% du capital, étant précisé que du fait de cette cession les droits de vote théoriques attachés aux actions cédées ont été ramenés de 70,08% à 53,94% compte tenu de la perte des droits de vote double attachés aux actions en application des stipulations de l'article 11.2 des statuts de la Société.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 I du règlement général de l'AMF, NATIXIS, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé un projet de note d'information auprès de l'AMF le 30 septembre 2015.

NATIXIS, en sa qualité d'établissement présentateur, garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur.

L'Offre vise la totalité des actions non détenues directement ou indirectement par l'Initiateur à la date des présentes.

Conformément aux articles 237-14 à 237-16 du règlement général de l'AMF, l'Initiateur demandera à l'AMF, dans un délai maximum de 3 mois à l'issue de la clôture de l'Offre, de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire par le transfert des actions d'AUDIKA GROUPE qui ne lui appartiennent pas et qui n'auraient pas été présentées à l'Offre (à condition qu'elles ne représentent pas plus de 5 % du capital ou des droits de vote de la Société), au prix de 17,79 euros par action.

1.2 Contexte de l'Offre

1.2.1 Description de l'Achat de Bloc

L'Offre présentée par WILLIAM DEMANT HOLDING A/S est l'aboutissement d'un processus concurrentiel de mise en vente par la société HOLTON de sa participation majoritaire dans la Société, au cours duquel l'Initiateur a eu accès à une *data room* limitée ouverte du 24 novembre 2014 au 13 février 2015.

Le 17 février 2015, WILLIAM DEMANT HOLDING A/S est entrée en négociations exclusives avec HOLTON pour acquérir auprès de cette dernière 5.097.604 actions d'AUDIKA GROUPE, représentant environ 53,94% du capital.

L'entrée en négociations exclusives relatives au projet d'Achat de Bloc a été portée à la connaissance du public par la diffusion, le 17 février 2015, d'un communiqué de presse conjoint d'AUDIKA GROUPE et de WILLIAM DEMANT HOLDING A/S.

Cette publication a marqué l'ouverture d'une période de pré-offre qui a fait l'objet d'un avis publié par l'A.M.F. le 17 février 2015 sous le numéro 215C0212.

Le 1^{er} avril 2015, WILLIAM DEMANT HOLDING A/S a conclu avec HOLTON un Sale and Purchase Agreement (le « Sale and Purchase Agreement ») aux termes duquel WILLIAM DEMANT HOLDING A/S s'est engagée à acquérir 5.097.604 actions d'AUDIKA GROUPE auprès de HOLTON, représentant environ 53,94% du capital.

Le prix d'acquisition prend en compte l'absence de distribution de dividendes entre la date de signature du Sale and Purchase Agreement et la date de réalisation de l'Achat de Bloc.

Aux termes du Sale and Purchase Agreement, il a été convenu qu'une partie du prix d'acquisition des 5.097.604 actions d'AUDIKA GROUPE serait affecté à hauteur d'un montant total de 90.443.084,60 euros au remboursement des sommes dues par HOLTON (i) à BNP PARIBAS à hauteur de 38.199.013,84 euros au titre de la convention de prêt en date du 2 octobre 2008 entre HOLTON en qualité d'emprunteur, de BNP PARIBAS en qualité d'agent et d'agent des sûretés et de BNP PARIBAS, CREDIT INDUSTRIEL ET COMMERCIAL et NATIXIS en qualité de prêteurs, tel que modifié en date du 28 février 2013, (ii) à ECAS II S.à.r.l. et ECAS S.à.r.l. respectivement à hauteur de 13.104.794,58 euros et 26.239.187,25 euros respectivement au titre des obligations mezzanine senior et des obligations mezzanine junior émises par HOLTON et (iii) à LUXTON S.à.r.l. à hauteur de 12.900.088,93 euros au titre d'un prêt consenti par LUXTON S.à.r.l. à HOLTON en date du 28 février 2013.

Le solde du prix d'acquisition, soit la somme de 255.986,40 euros, a été versé à HOLTON.

La signature du Sale and Purchase Agreement a fait l'objet d'un communiqué de presse conjoint d'AUDIKA GROUPE et de WILLIAM DEMANT HOLDING A/S le 2 avril 2015.

La réalisation de l'Acquisition a été soumise à la réalisation d'une seule condition suspensive : l'autorisation de l'opération par l'Autorité de la Concurrence, compétente en matière de contrôle des concentrations.

Cette autorisation a été obtenue le 18 septembre 2015 et la condition suspensive stipulée au Sale and Purchase Agreement a ainsi été réalisée.

WILLIAM DEMANT HOLDING A/S et la Société ont annoncé l'Achat de Bloc le 29 septembre 2015.

Concomitamment à la réalisation de l'Achat du Bloc, WILLIAM DEMANT HOLDING A/S a remboursé les sommes dues par AUDIKA GROUPE au titre du contrat de crédit conclu en date du 28 février 2013 entre AUDIKA GROUPE et AUDIKA FRANCE en qualité d'emprunteurs, BNP PARIBAS, CREDIT INDUSTRIEL ET COMMERCIAL et NATIXIS en qualité d'arrangeurs et BNP PARIBAS en qualités

d'agent et d'agent des sûretés et BNP PARIBAS, CREDIT INDUSTRIEL ET COMMERCIAL, NATIXIS et BRED BANQUE POPULAIRE en qualité de prêteurs initiaux, soit 8.153.702,47 euros.

WILLIAM DEMANT HOLDING A/S a également annoncé qu'elle lancerait le processus d'acquisition de toutes les actions restantes d'AUDIKA GROUPE au prix de 17,79 euros par action dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée.

Le Conseil d'administration de la Société, qui s'est tenu le 29 septembre 2015, a émis un avis préliminaire favorable sur l'Achat de Bloc et sur l'Offre.

Le 17 juin 2015, l'assemblée générale des actionnaires de la Société a décidé de ne pas procéder à la distribution de dividendes.

1.2.2. Déclarations de franchissement de seuils

Conformément aux dispositions de l'article L. 233-7 du Code de commerce, WILLIAM DEMANT HOLDING A/S a déclaré par courrier en date du 30 septembre 2015 à l'AMF, avoir directement franchi à la hausse tous les seuils légaux compris entre moins du vingtième et plus de la moitié du capital social et entre moins du vingtième et plus de la moitié des droits de vote de la Société suite à l'exécution du Sale and Purchase Agreement relatif à l'Achat de Bloc.

Inversement, HOLTON a déclaré, par courrier en date du 29 septembre 2015 à l'AMF, qu'elle avait, suite à l'Achat de Bloc, franchi à la baisse, le 29 septembre 2015, tous les seuils légaux compris entre plus de la moitié et moins du vingtième du capital social et entre plus des deux tiers et moins du vingtième des droits de vote de la Société.

2. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRÉCIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE

2.1 Engagements d'apport à l'Offre

Néant.

2.2 Autorisations réglementaires

L'Achat de Bloc a été autorisé par l'Autorité de la concurrence en France aux termes d'une décision 15-DCC-115 en date du 18 septembre 2015, cette décision d'autorisation ayant été émise sous réserve de la mise en œuvre d'engagements.

Pour sa part, l'Offre n'est soumise à aucune condition au titre du contrôle des concentrations.

2.3 Composition du Conseil d'administration de la Société

Concomitamment à la réalisation de l'Achat de Bloc conformément au Sale and Purchase Agreement, Monsieur Tristan PARISOT et les sociétés EUROPEAN CAPITAL SA SICAR, représentée par Monsieur Kévin ABRIAL, et HOLTON, représentée par Monsieur Jean-Claude TONNARD, ont démissionné de leurs fonctions de membres du Conseil d'administration de la Société avec effet au 29 septembre 2015.

Ces démissions sont intervenues avant que le Conseil d'administration de la Société a recommandé l'Offre comme mentionné ci-dessus.

Compte tenu de ces démissions et de la nomination corrélative de Monsieur Jean-Claude TONNARD par voie de cooptation, le Conseil d'administration de la Société est désormais composé comme suit :

- Alain TONNARD, Président du Conseil d'administration et Directeur Général,

- Jean-Claude TONNARD, Administrateur et Directeur Général Délégué,
- Dominique BAUDOUIN TONNARD, Administrateur et salarié de la Société.

2.4 Direction générale de la Société

Conformément au Sale and Purchase Agreement, Messieurs Alain et Jean-Claude TONNARD ont été maintenus dans leurs fonctions respectives de Directeur Général et Directeur Général Délégué de la Société pour une période de trois ans.

Lors de la réunion du Conseil d'Administration de la Société en date du 29 septembre 2015, leur rémunération a été arrêtée à un montant sensiblement équivalent à la rémunération globale qui leur a été versée par la Société au titre de l'exercice 2014 et une rémunération variable dont le versement est conditionné par l'atteinte de critères de performance.

Il a par ailleurs été décidé de leur octroyer des bonus exceptionnels en contrepartie de leur rôle et leur participation dans l'organisation du processus ayant donné lieu à l'Achat du Bloc.

Le Conseil d'administration a également autorisé la conclusion d'un accord de non-concurrence avec le Directeur Général et le Directeur Général Délégué pour une durée de 36 mois à compter de la cessation de leurs fonctions respectives et dont la contrepartie financière serait égale à 24 mois de rémunération mensuelle brut globale (fixe et variable).

3. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT

Le rapport de la société BM&A, représentée par Messieurs Pierre BEAL et Eric BLACHE, désignée en qualité d'expert indépendant (l'« Expert Indépendant ») en charge de la rédaction du rapport portant sur les modalités financières d'une offre publique éventuellement suivie d'un retrait obligatoire figure en Annexe à la présente note en réponse.

4. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, le Conseil d'administration de la Société, présidé par Monsieur Alain TONNARD, s'est réuni le 29 septembre 2015, afin notamment (i) de discuter du projet d'Offre et des intentions de l'Initiateur, (ii) de prendre connaissance du rapport de l'Expert Indépendant (voir l'Annexe du présent projet de note en réponse) nommé par la Société pour établir un rapport d'expertise en application des dispositions de l'article 262-1 et suivants du Règlement général de l'AMF et (iii) en conséquence, de rendre un avis motivé sur l'intérêt que présente l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Tous les membres du Conseil d'administration, à savoir Messieurs Alain TONNARD, Jean-Claude TONNARD et Madame Dominique BAUDOUIN TONNARD, étaient présents ou représentés à la réunion du Conseil d'administration susvisée.

La séance était présidée par Monsieur Alain TONNARD en sa qualité de Président du Conseil d'administration de la Société.

Le Conseil d'administration a adopté à l'unanimité de ses membres présents ou représentés, l'avis motivé suivant :

« Les membres du Conseil d'administration après avoir pris connaissance :

- du projet de la note d'information que la société William Demant Holding A/S envisage de déposer à l'AMF contenant la teneur de l'offre publique d'acquisition visant les actions Audika Groupe, notamment les motifs et intentions de l'initiateur et la synthèse des éléments d'appréciation du prix de l'offre préparée par le prestataire de service d'investissement présentateur de l'offre ;
- du rapport de l'expert indépendant, la société BMA, établi en application de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF ;
- du projet de note en réponse de la société à la note d'information de l'initiateur .

et procédé à un échange de vues sur l'ensemble de ces documents duquel il ressort les constatations suivantes .

- (i) La volonté de WILLIAM DEMANT HOLDING A/S d'acquérir la Société s'inscrit dans le prolongement naturel du partenariat déjà existant entre les deux sociétés : depuis de nombreuses années, WILLIAM DEMANT HOLDING A/S fournit des aides auditives à la Société et ce partenariat est voué à être encore renforcé ;
- (ii) WILLIAM DEMANT HOLDING A/S indique s'attendre à voir l'équipe dirigeante organisée autour de Messieurs Alain et Jean-Claude TONNARD rester en place et entend soutenir activement ces derniers dans la poursuite des principales orientations stratégiques mises en œuvre par la Société afin de confirmer sa position de premier réseau français de centres spécialisés dans la correction auditive ;
- (iii) WILLIAM DEMANT HOLDING A/S n'a pas l'intention de modifier de manière significative le périmètre des activités de la Société dans les douze mois à venir ;
- (iv) WILLIAM DEMANT HOLDING A/S s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société et l'Offre ne devrait donc pas avoir d'incidence particulière sur la politique poursuivie par la Société et le groupe en matière d'emploi ; la Société n'anticipe donc pas de changement au sein de ses effectifs ou dans le cadre de la politique d'emploi ou de ressources humaines du groupe qu'elle constitue avec ses filiales ;
- (v) en application de l'article L.433-4 III du Code monétaire et financier et des articles 237- 14 et suivants du Règlement général de l'AMF, WILLIAM DEMANT HOLDING A/S a l'intention de mettre en œuvre, dès la clôture de l'Offre, une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions AUDIKA GROUPE non apportées à l'Offre, moyennant une indemnisation égale au Prix de l'Offre ;
- (vi) le Prix de l'Offre est de 17,79 euros par action AUDIKA GROUPE, ce qui représente une prime d'environ [32]% par rapport au cours de bourse de clôture du 16 février 2015 qui s'élevait à 13,50 euros avant l'annonce des principales caractéristiques du projet d'Offre ;
- (vii) le prix offert dans le cadre de l'Offre est identique au prix devant être payé par WILLIAM DEMANT HOLDING A/S pour acquérir auprès de HOLTON le bloc de titres AUDIKA GROUPE, représentant environ 53,94% du capital ;
- (viii) le Prix de l'Offre se compare favorablement à certains des critères de valorisation présentés dans le rapport de l'Expert Indépendant ;
- (ix) les conclusions de l'Expert Indépendant précisent notamment que « Sur la base de ces éléments, notre opinion est que le prix de 17,79 € proposé dans le cadre d'une offre d'achat simplifiée et d'un retrait obligatoire portant sur les actions d'Audika Groupe, est équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société » ;
- (ix) l'Offre représente une opportunité pour les actionnaires de la Société de bénéficier d'une liquidité immédiate sur l'intégralité de leur participation en apportant leurs actions à l'Offre, cette liquidité étant offerte à un prix attractif au regard de la prime offerte par rapport à la valeur de la Société résultant des méthodes de valorisation multicritères ;
- (x) la négociation des actions AUDIKA GROUPE sur le compartiment C d'Euronext PARIS n'est plus pertinente, notamment dans la mesure où le financement du développement de la Société pourra être assuré, le cas échéant, par WILLIAM DEMANT HOLDING A/S sans recours aux marchés financiers ; de même, les faibles volumes

échangés dans le passé démontrent que le maintien de la négociation des actions AUDIKA GROUPE sur le compartiment C d'Euronext PARIS n'est plus justifié alors qu'il représente un coût, en particulier compte tenu des contraintes réglementaires et administratives qui y sont liées et des contraintes en matière d'information permanente et périodique imposées par la réglementation boursière ; et

- (xi) *le retrait des actions AUDIKA GROUPE du compartiment C d'Euronext PARIS, qui est l'objectif de WILLIAM DEMANT HOLDING A/S, sera ainsi de nature à simplifier le fonctionnement de la Société en lui permettant de consacrer toutes ses ressources à son développement.*

ont pris la décision suivante :

Le conseil d'administration,

connaissance prise (i) des termes de l'offre publique d'acquisition initiée par WILLIAM DEMANT HOLDING A/S, (ii) des motifs et des intentions de WILLIAM DEMANT HOLDING A/S et (iii) des éléments de valorisation indiqués dans le rapport de l'expert indépendant,

estime que l'offre publique est réalisée dans l'intérêt de la société, de ses actionnaires et de ses salariés, et qu'elle constitue une opportunité de cession satisfaisante pour les actionnaires souhaitant bénéficier d'une liquidité immédiate, et

estime en conséquence devoir recommander aux actionnaires de la société d'apporter leurs actions AUDIKA GROUPE à l'offre publique d'acquisition initiée par WILLIAM DEMANT HOLDING A/S.

Le Conseil d'administration a en conséquence estimé à l'unanimité de ses membres présents ou représentés, devoir recommander aux actionnaires de la Société d'apporter leurs titres à l'Offre.

Le Conseil a également pris acte de ce qu'à l'issue de l'Offre, l'Initiateur procéderait à un retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions de la Société non apportées à l'Offre, moyennant une indemnité de 17,79 euros par action AUDIKA GROUPE.

5. INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Les membres du Conseil d'Administration ne détiennent pas d'actions de la Société.

6. AVIS DU COMITE D'ENTREPRISE

La Société a engagé les procédures d'information et de consultation du comité d'entreprise au niveau de la Société immédiatement après l'annonce, le 17 février 2015, de l'entrée en négociations exclusives entre WILLIAM DEMANT HOLDING A/S et HOLTON.

Le 5 mars 2015, le Comité d'entreprise de la Société a émis un avis favorable sur le projet d'Achat de Bloc envisagé.

7. MESURES SUSCEPTIBLES DE FAIRE ECHOUER L'OFFRE QUE LA SOCIETE A MISES EN OEUVRE OU DECIDE DE METTRE EN OEUVRE

Néant.

8. INFORMATIONS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'ISSUE DE L'OFFRE

En application de l'article 231-19, 2° du Règlement général de l'AMF, la présente section contient les éléments mentionnés à l'article L. 225-100-3 du Code de commerce.

8.1 Structure du capital de la Société

Le capital social de la Société, d'un montant de 283.500,00 euros, est divisé en 9.450.00 actions, d'une valeur nominale de 0,03 euros chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie.

Néanmoins, l'article 11.2 des statuts de la Société précise :

« Toutefois, un droit de vote double de celui conféré aux autres actions, en égard à la quotité de capital social qu'elles représentent, est attribué à toutes les actions ou coupures d'actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative, depuis 4 (quatre) ans au moins, au nom du même actionnaire, notamment, les actions résultant de la division du nominal d'actions inscrites nominativement depuis 4 ans au moins bénéficient du droit de vote double. Le délai de 4 ans commence à courir dès la date de l'inscription nominative des actions, même si cette date est antérieure à l'assemblée générale extraordinaire ayant décidé cette modification statutaire.

En outre, en cas d'augmentation de capital par incorporation de réserves, bénéfices ou primes d'émission, le droit de vote double est conféré, dès leur émission, aux actions nominatives attribuées gratuitement à un actionnaire à raison d'actions anciennes pour lesquelles il bénéficie de ce droit.

La fusion ou la scission de la société est sans effet sur le droit de vote double qui peut être exercé au sein de la ou des sociétés bénéficiaires, si les statuts de celles-ci l'ont institué.

Toute action convertie au porteur ou transférée en propriété perd le droit de vote double. Néanmoins, le transfert par suite de succession, de liquidation de communauté de biens entre époux ou de donation entre vifs au profit d'un conjoint ou d'un parent au degré successible, ne fait pas perdre le droit acquis et n'interrompt pas le délai d'acquisition du droit de vote double. »

Le tableau ci-après présente la répartition du capital et des droits de vote de la Société immédiatement avant l'Achat de Bloc :

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droit de vote théoriques ¹	% de droit de vote
HOLTON	5.097.604	53,94%	10.195.207	70,08%
Public	4.352.396	46,07%	4.353.564	29,93%
TOTAL	9.450.000	100,00%	14.548.771	100,00%

A la suite de l'Achat de Bloc et à la date du présent document, le capital et les droits de vote de la Société sont répartis comme suit :

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droit de vote théoriques ²	% de droit de vote
WILLIAM DEMANT HOLDING A/S	5.097.604	53,94%	5.097.604	53,94%
Public	4.352.396	46,06%	4.353.564	46,06%

¹ Compte tenu du droit de vote double résultant de l'article 11.2 des statuts de la Société

² Compte tenu du droit de vote double résultant de l'article 11.2 des statuts de la Société

TOTAL	9.450.000	100,00%	9.451.168	100,00%
-------	-----------	---------	-----------	---------

La Société n'a par ailleurs émis aucun droit, titre de capital ou instrument financier donnant accès immédiatement ou à terme à son capital ou à ses droits de vote.

8.2 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce

Aucune restriction statutaire n'est applicable à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions.

Aucune convention en vigueur n'a été portée à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce.

8.3 Participations directes et indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce

Postérieurement à l'Achat de Bloc, l'Initiateur détient 5.097.604 actions d'AUDIKA GROUPE représentant environ 53,94% du capital (sur la base d'un capital composé de 9.450.000 actions représentant environ 53,94% des droits de vote, calculés conformément à l'article 223-11 du Règlement général de l'AMF).

A la connaissance de la Société, les actionnaires suivants détiennent plus de 5% de son capital ou de ses droits de vote à la date du présent projet de note en réponse :

- FMR LLC a déclaré, le 16 janvier 2013, détenir 745.774 actions d'AUDIKA GROUPE environ 7,89% du capital et 7,89% des droits de vote théoriques.

8.4 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci

L'article 11.2 des statuts de la Société prévoit l'octroi d'un droit de vote double aux titulaires d'actions nominatives entièrement libérées lorsque celles-ci sont inscrites depuis quatre (4) ans au moins au nom du même actionnaire.

Toute conversion en actions au porteur, ou transfert de propriété des actions entraîne la perte du droit de vote double, sauf transmission à un ayant droit par suite de succession, liquidation de communauté de biens entre époux ou donation entre vifs au profit d'un conjoint ou d'un parent au degré successible, laquelle n'interrompt pas le délai nécessaire à l'acquisition du droit de vote double.

8.5 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

La Société n'a connaissance d'aucun mécanisme de contrôle en vigueur à ce jour prévu dans un système d'actionnariat du personnel dont les droits de contrôle ne seraient pas exercés par ce dernier.

8.6 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote

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

8.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration de la Société et à la modification des statuts de la Société

8.7.1 Membres du Conseil d'administration

Aucune clause statutaire ne prévoit de dispositions différentes de celles prévues dans par la loi en matière de nomination de remplacement et de révocation des membres du Conseil d'administration.

8.7.2 Modification des statuts de la Société

Aucune clause statutaire ne prévoit de dispositions différentes de celles prévues par la loi en ce qui concerne la modification des statuts.

8.8. Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres

En dehors des pouvoirs généraux prévus par la loi et les statuts, le Conseil d'administration de la Société dispose des délégations suivantes dont il peut faire usage en période d'offre :

Autorisation	AG N° de résolution	Durée Date d'expiration	Montant maximum autorisé	Utilisation des autorisations depuis le 17 juin 2015
Délégation de pouvoirs au Conseil d'administration en vue de l'achat par la Société de ses propres actions à l'effet de réduire le capital social par annulation d'actions	Assemblée générale ordinaire et extraordinaire du 17 juin 2015 7 ^{ème} et 9 ^{ème} résolutions	18 mois 16 décembre 2016	16.802.100,00 euros	Aucune
Délégation de compétence au Conseil d'administration pour décider l'émission de valeurs mobilières donnant accès au capital ou donnant droit à l'attribution de titres de créances	Assemblée générale ordinaire et extraordinaire du 17 juin 2015 10 ^{ème} et 11 ^{ème} résolutions	26 mois 16 août 2017	15.000.000,00 euros	Aucune
Délégation de compétence au Conseil d'administration pour décider l'émission de titres de capital sans droit préférentiel de souscription par voie de placement privé	Assemblée générale ordinaire et extraordinaire du 17 juin 2015 13 ^{ème} résolution	26 mois 16 août 2017	double limite du maximum légal de 20 % du capital social par an et de 15.000.000,00 euros le cas échéant augmenté de 15%	Aucune
Délégation de pouvoirs pour décider l'augmentation du capital en rémunération d'apports en nature de titres de capital ou valeurs mobilières donnant accès au capital	Assemblée générale ordinaire et extraordinaire du 17 juin 2015 14 ^{ème} résolution	26 mois 16 août 2017	10% du capital social	Aucune

Délégation de compétence pour décider l'augmentation du capital par incorporation de réserves, bénéfices ou primes liées au capital	Assemblée générale ordinaire et extraordinaire du 17 juin 2015 15 ^{ème} résolution	26 mois 16 août 2017	20% du capital social auquel s'ajoutera, le cas échéant, le montant des titres de capital à émettre en supplément pour préserver, conformément à la loi, les droits des titulaires de valeurs mobilières donnant accès au capital	Aucune
Délégation de compétence en vue d'une augmentation de capital avec suppression du droit préférentiel de souscription, réservée aux salariés en application de l'article L.225-129-6 du code de commerce	Assemblée générale ordinaire et extraordinaire du 17 juin 2015 16 ^{ème} résolution	26 mois 16 août 2017	1% au jour de la décision	Aucune

8.9 Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société, sauf si cette divulgation, hors les cas d'obligation légale de divulgation, porterait gravement atteinte à ses intérêts

Un certain nombre de contrats commerciaux signés par la Société et/ou ses filiales, qui intègrent des clauses offrant au client ou au partenaire la possibilité de résilier le contrat en cas de changement de contrôle.

A la date du présent projet, aucun des cocontractants n'a informé la Société de sa volonté de résilier le contrat du fait du changement de contrôle.

8.10 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration de la Société ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

Il n'existe au sein de la Société aucun accord portant engagement de verser des indemnités de départ au profit de dirigeants ou de salariés, dans le cadre d'une démission, d'un licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique visant les titres de la Société.

9. NOMBRE D'ACTIONS DÉTENUES DIRECTEMENT OU INDIRECTEMENT PAR AUDIKA GROUPE ET NOMBRE D'ACTIONS QU'ELLE PEUT DETENIR A SA PROPRE INITIATIVE

À la date du présent projet de note en réponse, la Société ne détient aucune de ses propres actions.

10. MODALITÉS DE MISE À DISPOSITION DES INFORMATIONS MENTIONNÉES À L'ARTICLE 231-28 DU RÈGLEMENT GÉNÉRAL DE L'AMF

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, comptables et financières de la Société requises par l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF feront l'objet d'un dépôt auprès de l'AMF et seront mises à la disposition du public au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre.

Un avis financier sera publié au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre, dans un quotidien financier de diffusion nationale pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces documents.

11. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE D'INFORMATION 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 Alain TONNARD
Président Directeur Général
AUDIKA GROUPE

Annexe

RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT



AUDIKA GROUPE

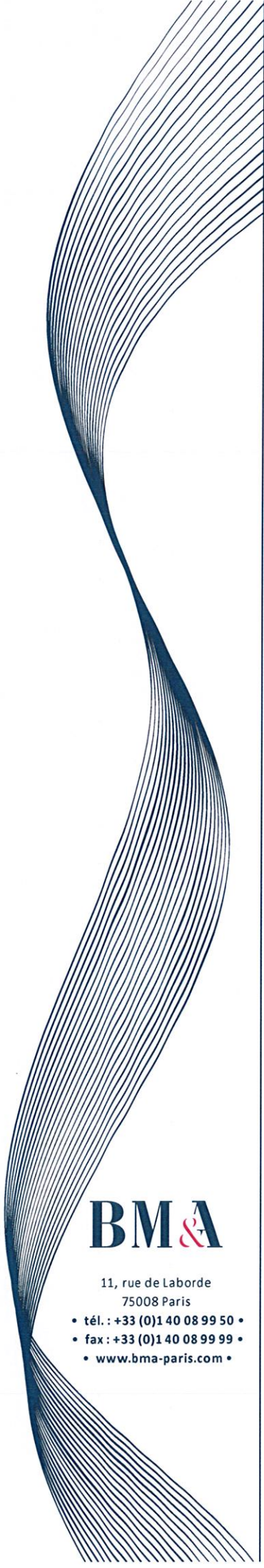
12, rue de Presbourg
75116 Paris

.....

**ATTESTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT
DANS LE CADRE DU PROJET
D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE
VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE
AUDIKA GROUPE**

.....

septembre 2015



BM&A

11, rue de Laborde
75008 Paris

• tél. : +33 (0)1 40 08 99 50 •
• fax : +33 (0)1 40 08 99 99 •
• www.bma-paris.com •



SOMMAIRE

1. CONTEXTE DE L'OPERATION	1
2. PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT	3
2.1 Missions d'expertise indépendante réalisées au cours des 24 derniers mois	3
2.2 Déclaration d'indépendance	3
2.3 Rémunération de l'expert	4
2.4 Diligences effectuées par l'expert	4
3. PRESENTATION D'AUDIKA GROUPE	7
3.1 Bref historique et positionnement stratégique	7
3.2 Performances financières historiques	8
3.3 Présentation du plan d'affaires	14
4. EVALUATION	16
4.1 Critères et méthodes écartés	16
4.1.1 Actif net comptable	16
4.1.2 Actif net réévalué - ANR	16
4.1.3 Actualisation et capitalisation de dividendes	16
4.1.4 Evaluation par les multiples des transactions comparables	16
4.2 Critères et méthodes retenus	18
4.2.1 Cours de bourse et objectifs de cours des analystes	18
4.2.2 Cession du bloc majoritaire	22
4.2.3 Evaluation par la méthode des DCF	25
4.2.4 Evaluation par les comparables boursiers	27
5. ANALYSE CRITIQUE DES TRAVAUX DES BANQUES	30
5.1 Méthode des DCF	30
5.2 Méthode des comparables boursiers	31
5.3 Méthode des transactions comparables	31
5.4 Synthèse des écarts	32
6. CONCLUSION	33
7. ANNEXE	35



1. CONTEXTE DE L'OPERATION

Dans un communiqué de presse publié le 17 février 2015, les sociétés William Demant Holding A/S (ci-après « William Demant » ou l'« Initiateur ») et la société Holton SAS (ci-après « Holton ») sont entrées en négociations exclusives en vue de l'acquisition par William Demant du bloc majoritaire de 53,9 %, détenu par Holton, dans le capital de la société Audika Groupe (ci-après « Audika » ou la « Société »). Le 1^{er} avril 2015, ces négociations, qui résultaient d'un processus de cession entamé au début de l'été 2014, ont abouti à la finalisation d'un accord entre les parties prévoyant la cession de la participation détenue par Holton au prix de 17,78 € par action Audika sous réserve de l'approbation de l'opération par l'Autorité de la concurrence. Cette dernière ayant donné son aval au rapprochement sous réserve de la mise en œuvre d'engagements le 18 septembre 2015, William Demant a procédé le 29 septembre 2015 à l'acquisition du bloc de contrôle d'Audika auprès de Holton pour un prix total de 90,6 M€, soit 17,79¹ € par action Audika.

A l'issue de cette transaction, en application des dispositions du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (ci-après l'« AMF ») et notamment des articles 233-1 1° et 234-2, l'Initiateur a donc déposé une offre publique d'achat simplifiée (ci-après l'« Offre » ou l'« OPAS ») visant les actions émises par Audika qu'il ne détient pas encore. Le tableau ci-dessous présente la situation actionnariale avant et après l'acquisition du bloc de contrôle :

Actionnariat	Avant acquisition du bloc de contrôle				Acquisition du bloc de contrôle		Après acquisition du bloc de contrôle			
	Actions	%	DDV	%	Actions	DDV	Actions	%	DDV	%
Holton SAS	5 097 604	53,94%	10 195 207	70,08%	(5 097 604)	(10 195 207)	-	-	-	-
William Demant	-	-	-	-	5 097 604	5 097 604	5 097 604	53,94%	5 097 604	53,94%
Public	4 352 396	46,06%	4 353 429	29,92%	-	-	4 352 396	46,06%	4 353 429	46,06%
Total	9 450 000	100,00%	14 548 636	100,00%	-	(5 097 603)	9 450 000	100,00%	9 451 033	100,00%

Dans un délai de trois mois au terme de l'Offre, dans le cas où les actions de la Société non apportées ne représentent pas plus de 5 % du capital ou des droits de vote, l'Initiateur demandera la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire au prix de 17,79 € par action Audika. S'il venait à détenir ultérieurement au moins 95 % des droits de vote de la Société, l'Initiateur se réserve la possibilité de déposer une offre publique de retrait, suivie d'un retrait obligatoire. Enfin, l'Initiateur se réserve également la possibilité de demander la radiation des actions de la Société, cette demande étant soumise à l'accord d'Euronext Paris au vu des conditions de liquidité des titres concernés.

Dans ce contexte, le cabinet BM&A a été mandaté le 7 mai 2015 en qualité d'expert indépendant par Monsieur Alain Tonnard, président du conseil d'administration de la Société, afin d'apprécier le caractère équitable du prix proposé pour les actions Audika dans le cadre de la présente Offre, et de celui proposé en cas de retrait obligatoire intervenant dans un délai de trois mois au terme de l'Offre. Cette intervention est requise en vertu des dispositions du règlement général de l'AMF figurant au Titre VI, Chapitre 1^{er} à l'article 261-1, et en particulier :

- du paragraphe I- 1°, dans la mesure où la société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L.233-3 du code de commerce, avant le lancement de l'opération, par l'Initiateur de l'Offre ;

¹ Le prix d'offre a été augmenté de 0,01 € afin de tenir compte de l'indemnité d'immobilisation payée à Holton par William Demant



- du paragraphe I- 2°, dans la mesure où les dirigeants de la société visée ont conclu un accord avec les Initiateurs de l'Offre susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- du paragraphe II, dans la mesure où la mise en œuvre d'un retrait obligatoire est envisagée dans un délai de trois mois au terme de l'Offre.

La présente attestation ne constitue pas une recommandation de souscrire ou non à l'Offre.



2. PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT

Le cabinet BM&A, est une société d'expertise comptable inscrite au tableau de l'Ordre des experts-comptables de Paris Ile-de-France et membre de la Compagnie Régionale des Commissaires aux Comptes de Paris. BM&A compte 90 collaborateurs, dont 18 associés personnes physiques détenant, directement ou indirectement, l'intégralité du capital.

Le cabinet est constitué sous forme de société anonyme au capital d'un million deux cent mille euros ; son siège social est situé 11, rue de Laborde à Paris 8ème.

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

Le cabinet jouit d'une expérience reconnue dans les opérations requérant une appréciation indépendante de l'équité entre actionnaires. Il est membre de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI). BM&A est doté d'une charte déontologique propre aux missions d'expertise indépendante, téléchargeable sur son site Internet www.bma-paris.com, qui présente également le rapport de transparence au titre de l'exercice clos au 30 juin 2014 en application de l'article R. 823-21 du Code de commerce.

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

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

Date	Opération	Cible	Initiateur/Bénéficiaire	Banque présentatrice
oct-13	Offre Publique d'Achat (Action, BSAR)	Cameleon Software	P.R.O.S.	Bryan Garnier
mai-14	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Systar	Axway	Bryan Garnier
sept-14	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Visiodent	Groupe Visiodent	CM-CIC Securities
oct-14	Offre Publique d'Achat (action, OCEANE)	Club Méditerranée	Gaillon Invest II & Fidelidade	Société Générale, Natixis & CACIB
mai-15	Offre Publique d'Achat Simplifiée	ProWebCE	PWCE Participations	Aurel BGC

2.2 Déclaration d'indépendance

En application de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF, nous attestons que notre cabinet, et les signataires de la présente, ne se trouvent pas, vis-à-vis de la Société ni de l'Initiateur, de leurs conseils et de leurs actionnaires, dans une des situations de conflit d'intérêts décrites dans l'instruction n°2006-08 du 25 juillet 2006. En particulier, nous attestons que le cabinet et ses associés :

- n'entretiennent aucun lien juridique ou en capital avec les sociétés concernées par l'Offre, ou leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- n'ont procédé à aucune évaluation de la société visée par l'Offre ou qui réalise l'Offre au cours des 18 mois précédant la date de désignation ;
- ne détiennent aucun intérêt financier dans la réussite de l'Offre, ni créance ni dette envers l'une des sociétés concernées par l'Offre ou toute personne contrôlée par ces sociétés ;



- n'ont pas conseillé l'une des sociétés concernées par l'Offre ou toute personne que ces sociétés contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce au cours des dix-huit derniers mois.

2.3 Rémunération de l'expert

La rémunération perçue par BM&A au titre de la présente opération s'élève à 72 000 €, hors taxes et débours.

2.4 Diligences effectuées par l'expert

La présente mission est placée sous la responsabilité de Pierre Béal et d'Eric Blache, associés, assistés de Laurent Pény et de Roland Clère, senior managers, et des collaborateurs nécessaires à sa bonne exécution. La revue indépendante a été effectuée par Pascal de Rocquigny, associé du cabinet qui n'est pas directement intervenu dans les travaux.

Nous avons effectué nos diligences conformément aux dispositions des articles 262-1 et suivants du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application du 25 juillet 2006 et des recommandations de l'AMF du 28 septembre 2006, modifiées le 27 juillet 2010. Notre intervention s'est effectivement déroulée du 22 juin au 27 juillet 2015, date à laquelle nous avons remis un projet de rapport, puis, après une interruption de nos travaux consécutive à l'attente de la décision de l'Autorité de la concurrence, a repris du 18 au 30 septembre 2015, période pendant laquelle nous avons mis à jour nos travaux en vue de l'émission de notre rapport définitif.

Au cours de nos travaux, nous nous sommes principalement entretenus avec les personnes suivantes :

- Monsieur Alain Tonnard, Président-directeur général d'Audika ;
- Monsieur Etienne Sirand-Pugnet, Secrétaire général d'Audika ;
- Monsieur Nicolas Brissiaud, Directeur administratif et financier d'Audika ;
- Maîtres Bernard Chaintrier, Philippe Cabanis et Olivier Betin, du cabinet Chaintrier, conseil de la Société ;
- Maîtres Charles-Antoine Guelluy et Semih Bayar Eren, du cabinet Latham & Watkins, conseil de l'Initiateur ;
- Monsieur Benoît Renon, Monsieur Henrik Kjaer Hansen et Madame Anne-Sophie Njapoum, respectivement Managing director, Executive Director et Associate de Moelis & Company UK LLP, conseil de l'Initiateur ;
- Messieurs Jonathan Banet et Kevin Begue, respectivement Vice-president et Analyst Equity capital markets chez Natixis, également conseil de l'Initiateur et Etablissement Présentateur.

Nos travaux ont été réalisés sur la base des documents communiqués par la Société et ses conseils et sur les informations communiquées lors d'entretiens portant notamment sur les points suivants :

- i) la présentation de l'opération envisagée et son contexte ;
- ii) la description de l'activité de la Société et de son marché ;
- iii) les prévisions du plan d'affaires et l'identification des facteurs susceptibles de remettre en cause les hypothèses structurantes de ce plan.

Nos travaux ont principalement consisté à :

- i) prendre connaissance de l'activité d'Audika ;
- ii) étudier le contexte général de l'Offre et analyser les accords conclus dans le cadre de l'Offre ;



- iii) analyser la formation du chiffre d'affaires et des marges historiques de la Société et étudier l'évolution de sa situation financière ;
- iv) analyser les données financières prévisionnelles de la Société sur la base de son plan d'affaires détaillé à horizon 2019 communiqué par le management d'Audika ;
- v) comprendre les différences existant entre le plan d'affaire émanant de la Société et celui utilisé par les conseils de l'Initiateur ;
- vi) mettre en œuvre les méthodes d'évaluation des capitaux propres de la Société, jugées pertinentes au cas d'espèce ;
- vii) prendre connaissance des travaux d'évaluation mis en œuvre par Moelis & Company et Natixis et réaliser un examen critique de leurs travaux ;
- viii) rédiger notre projet de rapport ;
- ix) mettre à jours nos travaux, compte tenu notamment de l'évolution des marchés et du cours des sociétés comparables, et de la publication des résultats semestriels d'Audika, puis émettre notre rapport définitif.

Pour accomplir notre mission, nous avons notamment utilisé les documents et informations qui nous ont été communiqués par la Société et par ses conseils. Il s'agit principalement :

- du « *Sale and Purchase Agreement* » (ci-après le « SPA ») signé le 1^{er} avril 2015 entre les sociétés Holton, European Capital SA SICAR et William Demant et, de l'« *Amendment to the Sale and Purchase Agreement* » et de l'« *Amendment n°2 to the Sale and Purchase Agreement* », signés entre les mêmes parties respectivement le 31 juillet 2015 et le 28 septembre 2015 ;
- du plan d'affaires 2015 – 2019 établi par la Société ;
- des offres indicatives et des offres fermes respectivement des trois puis deux repreneurs potentiels ;
- de la *waterfall* d'Holton présentant les conséquences financières de la cession d'Audika pour les actionnaires et les créanciers d'Holton ;
- de divers éléments juridiques et comptables relatifs à la société Holton (comptes annuels dont le projet de comptes 2014, rapports des commissaires aux apports sur les opérations de 2004 et 2007) ;
- les projets de note d'information relative à l'Offre ;
- les projets de note en réponse relative à l'Offre ;
- le rapport d'évaluation établi le 17 juillet 2015 par Moelis & Company et Natixis et ses mises à jour des 21 et 28 septembre 2015.

Nous avons utilisé les bases de données financières Thomson Reuters, e-Mat et Fairness Finance. Afin de compléter nos analyses, nous avons également collecté toute information de source publique dont l'exploitation nous a semblé pertinente, en ce compris les rapports annuels et les comptes consolidés de la Société au titre des exercices 2009 à 2014. Enfin, nous avons examiné les rapports annuels et les notes d'analyse disponibles relatifs aux sociétés que nous avons étudiées dans le cadre de la recherche des échantillons de sociétés comparables.

Nos travaux ne consistaient pas à réaliser un audit ou un examen limité des comptes annuels ou des situations comptables au sens des normes d'exercice professionnel de la CNCC ou des normes internationales de l'IFAC. S'agissant des prévisions financières sur lesquelles nous nous sommes basés, la direction d'Audika nous a affirmé qu'elles correspondaient à sa vision du développement *stand alone* de la Société et, qu'à la date d'émission de notre rapport, elle n'a connaissance d'aucun élément susceptible de les remettre en cause.



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



3. PRESENTATION D'AUDIKA GROUPE

3.1 Bref historique et positionnement stratégique

Audika est une société anonyme au capital de 283 500 €, réparti en 9 450 000 actions de 0,03 € de nominal. Son siège social est situé à Paris (75), au 12, rue de Presbourg. Introduite en bourse en mai 1998, la Société est cotée au compartiment C (Small Cap) de NYSE Euronext Paris (code ISIN FR0000063752). Sa capitalisation boursière atteint environ 127,6 M€ sur la base d'un cours de clôture de 13,5 € relevé le 16 février 2015, avant l'annonce de l'entrée en négociations exclusives avec l'Initiateur.

Fondée en 1976 à Paris par Alain et Jean-Claude Tonnard, la Société s'est structurée autour d'un réseau de centres de corrections auditives, sur un marché alors constitué exclusivement d'audioprothésistes indépendants.

Le marché des aides auditives se caractérise en France par une réglementation médicale. La délivrance des appareils auditifs ne peut en effet se faire qu'au travers d'une prescription médicale ordonnée par un médecin ORL, l'appareillage proprement dit étant réalisé ensuite par un audioprothésiste diplômé d'Etat. Le faible nombre d'audioprothésistes au regard du nombre de centres auditifs en France (3 090 audioprothésistes recensés en France à fin 2014 pour 4 400 centres, soit un ratio de 0,7) crée une situation tendue sur le marché, d'autant que les besoins sont amenés à croître. D'une part, le taux d'appareillage des malentendants, qui demeure modeste, en-deçà de 25 %², et d'autre part, le vieillissement de la population, avec l'arrivée progressive des personnes issues de la génération « baby-boom » dans le cœur de cible du marché des aides auditives (personnes de plus de 65 ans), constituent les principaux leviers de croissance du marché. Cet élargissement anticipé du marché a favorisé l'émergence de nouveaux acteurs et, corrélativement, un accroissement de la concurrence et une pression sur les prix. Ainsi, le lunetier Alain Afflelou a ouvert en 2011 ses premiers centres auditifs et a lancé, l'année suivante, une opération commerciale proposant la seconde aide auditive pour 1 € de plus.

Aujourd'hui, Audika se positionne sur le segment premium avec quatre gammes de prothèses auditives pour adultes en fonction de leur discrétion (Audi-invisible, Audi-puce, Audi-mini et Audi-contour) ainsi qu'une gamme adaptée aux enfants (Audika Kids). Par ailleurs, la Société offre toute une gamme d'accessoires : piles, produits d'entretien, protections auditives et dispositifs d'amplification du son pour des usages spécifiques (téléphone adapté, casque d'écoute pour la télévision...). La vente d'appareils auditifs, qui représente 80 % du chiffre d'affaire en 2014, s'accompagne d'une offre de services visant à faciliter l'acquisition d'aides auditives et à fidéliser la clientèle. Ainsi, la Société propose à ses clients :

- une facilité de paiement permettant aux clients de régler leurs prothèses en 10 ou 20 fois sans frais, ou en 48 fois avec frais ;

² Selon Sonova la moyenne est de 20 % d'équipement dans les pays développés pour l'ensemble de la population globale de malentendants et de 70 % d'équipement pour la population de malentendants avec une perte auditive profonde.



- une garantie satisfaction, couvrant l'échange ou, le cas échéant, le remboursement de l'appareil dans les deux mois suivant l'achat ;
- un carnet de suivi, grâce auquel les clients peuvent prendre au moins deux rendez-vous de contrôle par an ;
- la Carte Avantages, ouvrant droit à une remise de 10 % sur les accessoires ainsi qu'une extension de garantie ;
- une assurance perte/casse/vol d'une durée de quatre ans.

A travers un réseau de 466 centres à fin décembre 2014, dont 460 en France et 6 en Belgique, Audika est co-leader en France avec une part de marché de plus de 10 %, proche de son concurrent sur le marché français, l'italien Amplifon.

Au 31 décembre 2014, la Société employait 796 personnes, dont 649 affectées aux réseaux de distribution français et belge, en ce compris 201 audioprothésistes, le personnel restant étant rattaché à l'activité du siège. Au titre de l'exercice 2014, la Société a réalisé un chiffre d'affaires de 98,7 M€, en augmentation de 3,4 % hors contribution de l'Italie, pour un résultat opérationnel courant de 12,2 M€ contre 7,7 M€ en 2013 (montants retraités de la cession de la filiale italienne en juin 2014).

3.2 Performances financières historiques

a) Evolution des résultats

Comme indiqué dans le tableau ci-après retraçant l'évolution du chiffre d'affaires de la Société depuis les six derniers exercices, les ventes ont évolué en 2009 de 106,5 M€, dont 8,1 M€ en Italie, à 98,7 M€ en 2014. Pour le périmètre actuel France – Belgique, le chiffre d'affaires 2014 est ainsi proche de celui de 2009. Après retraitement des acquisitions de centres, la croissance ressort négative sur la période 2009 à 2014.

Chiffre d'affaires 2009 - 2014 en K€	2009	2010	2011	2012*	2013**	2014	TMCVA 2009-2014
CA Italie	8 179	8 157	8 283	7 700			
% Variation		-0,3%	1,5%	-7,0%			
Contribution des acquisitions au CA de l'année n	1 014	298	498	1 187	427	-	ns
CA hors acquisitions de l'année	97 331	97 230	101 915	98 940	95 017	98 709	0,3%
CA France et Belgique	98 345	97 528	102 413	100 127	95 444	98 709	0,1%
% Variation		-0,8%	5,0%	-2,2%	-4,7%	3,4%	
Chiffre d'affaires	106 524	105 685	110 696	107 827	95 444	98 709	-1,5%
% Variation		-0,8%	4,7%	-2,6%	-11,5%	3,4%	

TMCVA : taux moyen composé de variation annuelle

* Comptes 2012 retraités de la norme IAS 19 révisée

** Comptes 2013 retraités de la cession de la filiale italienne en juin 2014

Cette baisse des ventes à périmètre de centres constant est à mettre en relation avec la montée en puissance de la concurrence *low-cost* qui se traduit par une baisse des prix de vente. Néanmoins, Audika a entamé en 2014 une stratégie de riposte en alliant baisse de prix sur les prothèses (proche de 3 % en moyenne) et gratuité des garanties sur une partie du segment haut de gamme. Ainsi, après une année 2013 en net recul (-4,7 % retraité de l'Italie), le chiffre d'affaires progresse de 3,4 % en 2014 avec une hausse des volumes proche de 6 %.

La pression concurrentielle s'est également traduite par une érosion du taux de marge brute au cours des trois dernières années de 84,6 % en 2011 à 81,8 % en 2013 exercice affecté par des provisions sur stocks de 1,3 M€. On note toutefois une stabilisation voire une légère progression de la marge brute en 2014, des effets de mix sur les ventes d'accessoires ayant été accompagnés de reprises de provisions sur stocks.

Comme le taux de marge brute, le taux de valeur ajoutée a également reculé pour atteindre son plus bas niveau en 2013 (55,4 %), année de restructuration qui s'accompagne du déménagement du siège social de la Société. En 2014, du fait de la progression de la marge brute et du plein effet annuel des économies de fonctionnement engagées en 2013, le taux de valeur ajoutée a retrouvé son niveau de 2011 pour atteindre 57,7 %. Il demeure néanmoins inférieur de 1 point à celui de l'année 2009.

en K€	2009	2010	2011	2012*	2013**	2014	TMCVA 2009-2014
Chiffre d'affaires	106 524	105 685	110 696	107 827	95 444	98 709	-1,5%
% Variation		-0,8%	4,7%	-2,6%	-11,5%	3,4%	
Achats et variations de stocks	(18 199)	(16 469)	(17 033)	(17 595)	(15 838)	(17 891)	
Dotations nettes / stocks	n.d	-	-	(56)	(1 540)	562	
Marge brute d'exploitation	88 325	89 216	93 663	90 176	78 066	81 380	-1,6%
en pourcentage du chiffre d'affaires	82,9%	84,4%	84,6%	83,6%	81,8%	82,4%	
Charges de marketing	(7 800)	(7 752)	(9 173)	(8 626)	(7 691)	(7 228)	
Locations	(6 958)	(7 396)	(7 886)	(8 383)	(7 116)	(7 384)	
Divers	(11 020)	(11 463)	(12 801)	(12 487)	(10 350)	(9 847)	
Valeur ajoutée	62 547	62 605	63 803	60 680	52 909	56 921	-1,9%
en pourcentage du chiffre d'affaires	58,7%	59,2%	57,6%	56,3%	55,4%	57,7%	

En raison de la structure de coûts fixes, où les charges de personnel représentent en moyenne 47 % de la marge brute, le recul de la valeur ajoutée s'est traduit par une chute plus marquée de l'excédent brut d'exploitation, de 21,9 M€ en 2009 à 11,7 M€ en 2013, et ce d'autant, que la volonté du management a été d'étendre le réseau entre 2009 et 2012. Avec 54 nouveaux magasins ouverts sur la période, soit une progression de 12 %, ce phénomène a contribué à l'augmentation des charges de personnel entre 2009 et 2012 de 4,7 M€, correspondant à 4 points de marge brute. Cette stratégie a participé au renforcement de l'effet de levier opérationnel, rendant l'excédent brut d'exploitation plus sensible à une pression à la baisse des prix de vente.

Pour l'exercice 2014, l'effet en année pleine des économies réalisées en 2013 et la croissance retrouvée du chiffre d'affaires, hors effet de périmètre, ont permis une progression significative de l'excédent brut d'exploitation de 11,7 M€ à 15,7 M€. On notera toutefois qu'en dépit de la cession de la filiale italienne déficitaire, l'excédent brut d'exploitation 2014 demeure inférieur à son niveau de 2012.



en K€	2009	2010	2011	2012*	2013**	2014	TMCVA 2009-2014
Chiffre d'affaires	106 524	105 685	110 696	107 827	95 444	98 709	-1,5%
% Variation		-0,8%	4,7%	-2,6%	-11,5%	3,4%	
Valeur ajoutée	62 547	62 605	63 803	60 680	52 909	56 921	-1,9%
en pourcentage du chiffre d'affaires	58,7%	59,2%	57,6%	56,3%	55,4%	57,7%	
Frais de personnel	(38 142)	(39 904)	(41 599)	(42 823)	(39 647)	(39 841)	
Impôts et taxes	(2 622)	(1 453)	(1 432)	(1 628)	(1 556)	(1 309)	
Autres produits et charges d'exploitations nets	165	115	(1)	(57)	(51)	(27)	
Excédent brut d'exploitation	21 948	21 363	20 771	16 172	11 655	15 744	-6,4%
en pourcentage du chiffre d'affaires	20,6%	20,2%	18,8%	15,0%	12,2%	15,9%	
Dotations nettes aux amortissements et provisions	(3 191)	(3 810)	(3 782)	(3 947)	(3 916)	(3 559)	
Résultat opérationnel courant	18 757	17 553	16 989	12 225	7 739	12 185	-8,3%
en pourcentage du chiffre d'affaires	17,6%	16,6%	15,3%	11,3%	8,1%	12,3%	
Autres produits et charges opérationnels	(255)	(433)	(1 571)	(94)	(283)	(119)	
Résultat opérationnel	18 502	17 120	15 418	12 131	7 456	12 066	-8,2%
en pourcentage du chiffre d'affaires	17,4%	16,2%	13,9%	11,3%	7,8%	12,2%	
Résultat financier	(1 783)	(1 208)	(876)	(733)	(918)	(955)	
Impôts sur les bénéfices	(5 909)	(6 513)	(5 929)	(4 450)	(2 059)	(4 369)	
Résultat net consolidé des activités poursuivies	10 810	9 399	8 613	6 948	4 479	6 742	-9,0%
en pourcentage du chiffre d'affaires	10,1%	8,9%	7,8%	6,4%	4,7%	6,8%	
Résultat net des activités cédées	-	-	-	-	(4 446)	(339)	
Résultat net consolidé	10 810	9 399	8 613	6 948	33	6 403	-9,9%
en pourcentage du chiffre d'affaires	10,1%	8,9%	7,8%	6,4%	0,0%	6,5%	

Les autres produits et charges opérationnels sont peu significatifs sur la période, à l'exception de l'exercice 2011 durant lequel le goodwill relatif au réseau italien a fait l'objet d'une dépréciation de 1,6 M€.

L'évolution du résultat financier de -1,8 M€ en 2009 à -1,0 M€ en 2014 est à mettre en relation avec la diminution de l'endettement financier net (cf. infra).

Il convient de signaler que le taux d'imposition apparent de la société (26,9 % en 2014) tient compte d'un crédit d'impôt compétitivité emploi (CICE) de 743 K€ (en hausse de près de 50 % par rapport à 2013). Avant prise en compte de cette économie d'impôt, le taux d'imposition s'établit à 32,3 %.

Enfin, la cession des activités italiennes s'est matérialisée par une perte de 4,8 M€, constatée à hauteur de 4,4 M€ en 2013.

b) Flux de trésorerie

En termes de flux de trésorerie, pour les raisons développées ci-avant, la marge brute d'autofinancement s'est dégradée entre 2009 et 2013 de 14,3 M€ à 8,6 M€, avant de se redresser à 10,7 M€ en 2014.

Les ressources de trésorerie ont toutefois permis à la fois de financer les investissements opérationnels (27,2 M€ en cumul entre 2009 et 2014) et les acquisitions (10,8 M€ net en cumul), de désendetter la société (13,1 M€ net en cumul). La cession des activités italiennes s'est traduite par un gain de trésorerie de 6,2 M€ en 2014.

En six ans, la Société a ainsi dégagé un cash-flow libre pour l'actionnaire de 19 M€, distribué sous forme de dividendes à hauteur de 16,4 M€.



en K€	2009	2010	2011	2012*	2013**	2014	Cumul 2009-2014
Résultat net	10 810	9 399	8 613	6 948	4 479	6 403	46 652
Dotations nettes aux amortissements et provisions	3 446	4 280	5 816	3 774	4 274	4 142	25 732
Plus et moins values de cession	475	77	56	70	15	190	883
Variation de l'impôt différé	(402)	(179)	81	199	(166)	(32)	(499)
Marge brute d'autofinancement	14 329	13 577	14 566	10 991	8 602	10 703	72 768
Variation du BFR (yc. IS)	(2 236)	(3 012)	1 388	3 075	(2 418)	253	(2 950)
Flux de trésorerie liés à l'activité	12 093	10 565	15 954	14 066	6 184	10 956	69 818
Investissements opérationnels (corp. & incorp.)	(6 591)	(6 936)	(4 358)	(3 245)	(2 757)	(3 363)	(27 250)
Variations de périmètre et activités cédées	(5 269)	(2 017)	(3 557)	(3 828)	(2 306)	6 194	(10 783)
Autres investissements nets de cessions	(149)	150	(57)	436	3	(16)	367
Flux avant emprunts	84	1 762	7 982	7 429	1 124	13 771	32 152
Variation de l'endettement net (yc. comptes courants)	6 508	3 208	(4 077)	(10 851)	580	(8 550)	(13 182)
Cash flow libre pour l'actionnaire	6 592	4 970	3 905	(3 422)	1 704	5 221	18 970
Dividendes versés	(3 796)	(3 990)	(3 890)	(2 576)	(19)	(2 098)	(16 369)
Variation de la trésorerie	2 796	980	15	(5 998)	1 685	3 123	2 601
Trésorerie d'ouverture	8 468	11 264	12 244	12 259	6 261	7 946	8 468
Trésorerie de clôture	11 264	12 244	12 259	6 261	7 946	11 069	11 069

c) Evolution de la structure financière

L'actif du bilan fonctionnel de la Société se compose principalement d'écarts d'acquisition pour 60,8 M€, correspondant pour l'essentiel à l'intégration des centres français et belges acquis dans le cadre du développement du réseau de distribution de la Société dans ces pays. Les autres immobilisations d'exploitation correspondent pour l'essentiel à des droits au bail (6,1 M€) et à des constructions (3,4 M€).

en K€	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Goodwills	63 931	66 379	67 071	69 277	67 531	60 778
Immobilisations incorporelles hors goodwills	5 468	5 921	7 864	8 301	9 005	8 418
Immobilisations corporelles	12 688	13 200	12 378	11 402	10 968	10 353
Dépôts de garantie et avances au personnel	1 174	1 188	1 350	1 481	1 203	1 369
Impôt différé net actif	2 739	2 917	2 251	2 511	1 597	1 772
Actif d'exploitation	86 000	89 605	90 914	92 972	90 304	82 690
Capitaux propres - part du groupe	49 993	55 381	59 902	64 113	64 006	68 026
Intérêts minoritaires	436	413	601	639	633	630
Total des capitaux propres	50 429	55 794	60 503	64 752	64 639	68 656
Provisions	2 488	3 301	3 830	4 051	4 755	5 186
EFR	9 362	7 011	6 386	6 981	5 295	5 799
En % du CA	8,8%	6,6%	5,8%	6,5%	5,5%	5,9%
Endettement financier net	23 721	23 499	20 195	17 188	15 615	3 049
Capitaux engagés	86 000	89 605	90 914	92 972	90 304	82 690

S'agissant des ressources de la Société, ses capitaux propres sont en progression continue depuis 2009 à l'exception de l'exercice 2013 dont le résultat net est affecté par la comptabilisation d'écarts actuariels négatifs relatifs aux engagements de retraite.

L'excédent de fonds de roulement structurellement dégagé par l'activité s'établit en moyenne à 6,5 % du chiffre d'affaires au cours des six dernières années. Cette ressource, courante chez les distributeurs, s'explique par un délai moyen des encaissements clients de 38 jours alors que le délai de paiement des fournisseurs est de 119 jours en moyenne. Il convient toutefois de remarquer que cet EFR s'est réduit depuis 2009, où il s'établissait à 9,3 M€ contre 5,8 M€ à fin 2014, à la suite de l'accroissement du délai moyen de paiement de la clientèle (42 jours en 2014 vs. 29 jours en 2009), en partie compensé par l'allongement des délais de règlement fournisseurs (129 jours en 2014 vs. 112 jours en 2009).



Le niveau d'endettement financier net s'est significativement réduit au cours des six dernières années pour s'établir à 3 M€ à fin 2014 contre 23,7 M€ à fin 2009. Cette évolution s'explique par :

- le remboursement de 23,1 M€ du crédit syndiqué souscrit en 2008, partiellement compensé par la mise en place en 2013 d'un nouveau financement auprès du même syndicat bancaire qui représente un passif à fin 2014 de 10,1 M€ ;
- le remboursement des apports en compte courant d'associés versés par Holton, initialement destinés au refinancement d'une dette bancaire existante, pour 6,7 M€.

Enfin, au 31 décembre 2014, la Société a comptabilisé 5,2 M€ de provisions pour risques et charges, correspondant, à hauteur de 4,6 M€, aux engagements envers le personnel (indemnités de fin de carrière et médailles du travail) et, à hauteur de 0,6 M€, à divers litiges principalement d'ordre social et commercial.

d) Performances financières du 1^{er} semestre 2015

Le résultat du 1^{er} semestre 2015 doit s'apprécier en fonction de celui du 1^{er} semestre 2014, (et non celui du second semestre 2014), car tant l'activité que les charges d'exploitation présentent de façon récurrente une saisonnalité marquée.

Comme l'indique le tableau ci-après, le chiffre d'affaires est en progression de 2,3% par rapport au 1^{er} semestre 2014. Cette croissance est endogène, en l'absence de variation du nombre de centres. Par ailleurs, elle repose sur une hausse des volumes et des prix (mix produits), qui se traduit par une amélioration de la marge brute.

La valeur ajoutée progresse pour sa part légèrement moins vite que la marge brute, la société ayant choisi d'intensifier son effort de marketing, tout en réduisant par ailleurs ses autres achats.

en K€	2014	S1 2014	S1 2015	Variation S1 2014 à S1 2015
Chiffre d'affaires	98 709	47 959	49 086	2,3%
Achats et variations de stocks	(17 891)	(8 334)	(8 100)	
Dotations nettes / stocks	562	189	(51)	
Marge brute d'exploitation	81 380	39 814	40 935	2,8%
en pourcentage du chiffre d'affaires	82,4%	83,0%	83,4%	
Charges de marketing	(7 228)	(5 234)	(5 808)	
Autres achats et charges externes	(17 231)	(8 344)	(8 201)	
Valeur ajoutée	56 921	26 236	26 926	2,6%
en pourcentage du chiffre d'affaires	57,7%	54,7%	54,9%	

Dans le tableau ci-après, qui retrace les autres composantes du résultat, il ressort un résultat opérationnel courant en progression de 4,4 %, le rythme de la progression des frais de personnels ayant été plus que compensé par celui des autres postes, notamment celui des impôts et taxes (en recul).

Cette bonne performance est en partie obérée par une charge d'exploitation non - courante liée à la cession des actifs italiens. Le management nous ayant indiqué toutefois qu'elle ne devrait pas avoir



d'équivalent au 2^e semestre, il conviendrait, dans une perspective de comparaison, de la lisser sur l'ensemble de l'exercice, si bien que la progression du résultat opérationnel s'établirait à 3,8 % contre 1,3 % relevés dans les comptes semestriels tels que publiés par la Société.

en K€	2014* (pour rappel)	S1 2014*	S1 2015	Variation S1 2014 à S1 2015
Chiffre d'affaires	98 709	47 959	49 086	2,3%
Valeur ajoutée	56 921	26 236	26 926	2,6%
en pourcentage du chiffre d'affaires	57,7%	54,7%	54,9%	
Frais de personnel	(39 841)	(19 866)	(20 448)	2,9%
Impôts et taxes	(1 305)	(764)	(720)	-5,8%
Autres produits et charges d'exploitations nets	(27)	(5)	(9)	
Excédent brut d'exploitation	15 748	5 601	5 749	2,6%
en pourcentage du chiffre d'affaires	16,0%	11,7%	11,7%	
Dotations nettes aux amortissements et provisions	(3 559)	(1 817)	(1 800)	-0,9%
Résultat opérationnel courant	12 189	3 784	3 949	4,4%
en pourcentage du chiffre d'affaires	12,3%	7,9%	8,0%	
Autres produits et charges opérationnels	(119)	(67)	(182)	171,6%
Résultat opérationnel	12 070	3 717	3 767	1,3%
en pourcentage du chiffre d'affaires	12,2%	7,8%	7,7%	
Résultat financier	(955)	(451)	(418)	-0,9%
Impôts sur les bénéfices	(4 369)	(1 519)	(1 470)	-0,9%
Résultat net consolidé des activités poursuivies	6 746	1 747	1 879	7,6%
en pourcentage du chiffre d'affaires	6,8%	3,6%	3,8%	
Résultat net des activités cédées	(339)	(414)	-	-100%
Résultat net consolidé	6 407	1 333	1 879	41,0%
en pourcentage du chiffre d'affaires	6,5%	2,8%	3,8%	

* 2014 corrigés de l'impact de l'adoption de l'IFRIC 21 sur les impôts et taxes

Compte tenu i) du recul des charges financières dû à la baisse de l'endettement et des taux, ainsi que ii) de la réduction de la charge d'impôt sur les sociétés (courant et CVAE), le résultat net à périmètre constant progresse de 7,6%. Enfin, le résultat net consolidé progresse de 41 %, le premier semestre de l'exercice précédent ayant encore été affecté par les pertes de la filiale italienne cédée depuis lors.

Dans le même temps, la marge brute d'autofinancement progresse de 5 % hors activités cédées, pour s'établir, selon nos calculs à 3 751 k€. Compte tenu de la saisonnalité de l'activité, cette dernière a été consommée à hauteur de 890 k€ par une détérioration de l'EFR (le mouvement inverse s'opérant au 2nd semestre). Par ailleurs, les investissements opérationnels s'établissent à 2 321 k€, contre 1 406 k€ en 2014, ce qui indique une intensification de l'effort engagé par la Société pour entretenir et rénover son réseau. Enfin, comme indiqué ci-après, le solde résiduel du flux de trésorerie a été en grande partie employé à la poursuite du désendettement de la Société. En définitive, la trésorerie augmente modestement de près de 300 k€, la Société ayant choisi d'augmenter ses investissements et de se désendetter.



en K€	S1 2014	S1 2015
Marge brute d'autofinancement des activités poursuivies	3 571	3 751
Variation du BFR (yc. IS)	(2 317)	(890)
Flux de trésorerie liés à l'activité	1 254	2 861
Investissements opérationnels (corp. & incorp.)	(1 406)	(2 321)
Variations de périmètre et activités cédées	5 919	(10)
Autres investissements nets de cessions	(13)	269
Flux avant emprunts	5 754	799
Variation de l'endettement net (yc. comptes courants)	(537)	(482)
Cash flow libre pour l'actionnaire	5 217	317
Dividendes versés	(19)	(19)
Variation de la trésorerie	5 198	298
Trésorerie d'ouverture	7 946	11 069
Trésorerie de clôture	13 144	11 367

Compte tenu de ce qui précède, la structure bilancielle évolue peu entre le 31 décembre 2014 et le 30 juin 2015. Comme indiqué ci-après, l'actif d'exploitation est stable. Par ailleurs les fonds propres et les provisions sont en légère augmentation.

Du fait de la saisonnalité de l'activité, l'EFR subit une légère dégradation par rapport à la situation de fin d'année. Toutefois, comme indiqué précédemment, la marge brute d'autofinancement dégagée au 1^{er} semestre est suffisante pour que soit réduit l'endettement.

En conclusion, les performances financières du 1^{er} semestre 2015 sont de bonne facture et se situent dans la continuité de celles dégagées durant l'exercice 2014. D'après le management, ces résultats semestriels sont conformes avec les prévisions du plan d'affaires exposées ci-après. Selon nos propres analyses, au vu des réalisations du 1^{er} semestre, les éventuels écarts susceptibles d'être anticipés à ce jour par rapport à la prévision budgétaire 2015 du plan d'affaires seraient non significatifs sur la valeur de l'action Audika telle qu'elle résulte de nos calculs.

3.3 Présentation du plan d'affaires

Le plan d'affaires sur lequel se fondent nos travaux et couvre la période 2014-2019, a été établi par le management en septembre 2014. Ce plan est construit dans une optique *stand alone*, c'est-à-dire qu'il n'est pas tenu compte des éventuelles synergies qui pourraient résulter d'un rapprochement avec l'Initiateur.

Bien que ce plan propose le retour en trois ans à un niveau de résultat opérationnel équivalent à celui enregistré en 2007, les conditions économiques actuelles du marché des aides auditives nous semblent comporter certaines incertitudes, avec des leviers à la baisse (durcissement de la concurrence entraînant une baisse significative des prix de vente, menaces sur le niveau de remboursement des appareils, persistance des difficultés à recruter des audioprothésistes) comme à la hausse (impact positif de l'arrivée des « baby-boomers » sur le marché, levée des freins psychologiques à l'achat de prothèses auditives conduisant à un accroissement du taux d'appareillage toutes choses égales par ailleurs).



Concrètement, la Société envisage une croissance de son activité de l'ordre de 30 % pour la période 2015-2019, qui repose principalement sur une hausse des volumes de l'ordre de 3 % par an et sur l'ouverture de 110 nouveaux centres en France. L'hypothèse de progression des ventes repose principalement sur l'arrivée de la population issue de la génération « baby-boom » dans le cœur de cible de la Société et sur l'allongement de l'espérance de vie, provoquant mécaniquement une hausse du taux d'appareillage. Il convient de noter que la Société retient une hypothèse de baisse du prix moyen des prothèses proche de 1,5 % par an sur la période 2015-2019 qui intègre l'effet d'un durcissement de la concurrence via l'arrivée sur le marché de nouveaux acteurs à bas prix.

Le développement de l'activité s'accompagnerait d'une amélioration sensible du niveau de l'excédent brut d'exploitation corrigé du CICE et après déduction de la CVAE, lequel passerait de 14,1 M€ en 2014 (14,3 % de marge) à 24,3 M€ en 2019 (18,9 % de marge). Cet accroissement de la rentabilité provient de l'effet de levier opérationnel induit par une structure de coûts essentiellement fixe (cf. supra) sans effet de seuil significatif, les charges de personnel représentant près de la moitié des charges d'exploitation rentrant dans le calcul de l'EBE corrigé.

Tirant partie de la croissance des ventes et du niveau de marge, les flux de trésorerie générés par l'activité permettraient de i) financer les investissements opérationnels (acquisitions de fonds de commerce, ouvertures de centres, travaux de rénovation et de maintenance), représentant en moyenne 8 M€ par an, et ii) rembourser les dettes bancaires existantes (ou celles qui s'y seraient substituées). D'une position d'endettement financier net à fin décembre 2014, la Société évoluerait vers une position de trésorerie nette positive dès 2016.

A l'issue du plan d'affaires en 2019, la société dégagerait un résultat net supérieur à 14 M€, un solde historiquement élevé à comparer au résultat net 2014 de 6,4 M€, soit une progression de près de 120 % de la rentabilité nette pour une augmentation du chiffre d'affaires de 30 %. Il convient donc de souligner le caractère raisonnablement optimiste de ces prévisions, qui reposent sur un scénario de croissance du marché dans un environnement concurrentiel stable et d'amélioration des marges grâce à l'effet de levier opérationnel qui résultera de la croissance.



4. EVALUATION

Conformément au règlement général et aux recommandations de l'AMF en matière d'expertise indépendante, le prix d'une offre s'apprécie en fonction d'un ensemble de références et de valeurs déterminées par la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères.

4.1 Critères et méthodes écartés

4.1.1 Actif net comptable

L'actif net comptable (ANC) est la différence entre le montant des actifs, comprenant en particulier les écarts d'acquisition liés au développement du réseau et les éléments incorporels, et l'endettement total. Nous écartons ce critère d'évaluation dans la mesure où il ne prend en compte ni la capacité de la Société à créer de la valeur dans le futur ni ses perspectives de croissance.

A titre d'information, au 30 juin 2015, l'actif net comptable consolidé part du groupe, sur la base de 9 450 000 actions, ressort à 7,41 € par action.

4.1.2 Actif net réévalué - ANR

Cette méthode consiste à déterminer la valeur de marché de tous les postes comptables d'actif et de passif du bilan de la Société. L'application de cette méthode de valorisation consisterait donc, pour l'essentiel, à ré-estimer la totalité des actifs corporels et incorporels figurant ou non à l'actif du bilan, dans la perspective du développement de l'activité, approche globalement mise en œuvre par ailleurs au travers de l'actualisation des flux futurs de trésorerie disponibles. Cette méthode a été écartée dans la mesure où elle n'apporte pas d'élément supplémentaire pertinent à la formation de notre opinion.

4.1.3 Actualisation et capitalisation de dividendes

Ces méthodes d'évaluation consistent à capitaliser un dividende normatif ou à actualiser les dividendes prévisionnels. Elles pourraient s'envisager pour l'évaluation d'une société non cotée poursuivant une politique de distribution régulière et disposant d'une bonne visibilité sur ses résultats.

En tout état de cause, il n'existe pas, à notre connaissance, d'estimation fiable du taux de rendement des titres cotés exigé par les actionnaires minoritaires qui serait établie à partir des dividendes escomptés. Dès lors, le mode d'évaluation le plus usuel pour déterminer la valeur d'une participation minoritaire se fonde moins sur les dividendes que sur la totalité de la capacité distributive de la société, ce qu'appréhende la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie.

4.1.4 Evaluation par les multiples des transactions comparables

Cette approche consiste à déterminer la valeur des fonds propres d'une société en appliquant à ses agrégats financiers les plus pertinents des multiples de valorisation observés sur un échantillon de transactions réalisées sur des sociétés comparables. Les principaux agrégats couramment utilisés sont le chiffre d'affaires, l'excédent brut d'exploitation et le résultat d'exploitation.



La pertinence de la méthode nécessite de disposer d'informations fiables relatives à des transactions portant sur le capital de sociétés comparables. Outre le fait que les sociétés faisant l'objet de la transaction doivent être comparables en termes d'activité et de rentabilité, la pertinence de la méthode est également liée au caractère comparable du contexte de la transaction.

Au cas présent, la difficulté de mise en œuvre de cette méthode provient du caractère confidentiel du secteur, avec uniquement une transaction récente portant sur les distributeurs d'appareils auditifs, à savoir le rachat par Amplifon du réseau Italien d'Audika. Or cette transaction porte sur un réseau non mature, dégageant des pertes nettes, ce qui implique une incertitude sur la pertinence du multiple.

Nous avons élargi notre analyse aux transactions réalisées par les fabricants, notamment aux acquisitions de William Demant, aujourd'hui acquéreur d'Audika. Les transactions que nous avons identifiées sont plus récentes mais elles portent sur des activités peu comparables à celle d'Audika, avec des cibles présentes sur des segments de marchés différents.

Pour ces raisons, cette méthode ne nous paraît pas pertinente. Néanmoins nous présentons les multiples de transactions qui nous paraissent utilisables pour la période de 2006 à 2014 :

Cible	Localisation	Acquéreur	Date d'annonce	% du capital acquis	VE / CA	VE / EBIT	VE (M€)
Echantillon : distributeurs d'appareils auditifs							
Audika Italia Srl-Retail Chain	Italy	Amplifon	01/04/2014	100%	0,6x	na	5,9
HearUSA	USA	Siemens Hearing Instruments	01/08/2011	100%	1,2x	nc	69,0
NHC Group	Australia	Amplifon	01/09/2010	100%	3,0x	nc	348,5
Dialogue	Belgium	Amplifon	01/07/2009	100%	0,9x	4,5x	13,2
Ultravox	UK	Amplifon	01/07/2006	100%	1,3x	nc	91,7
Echantillon : fabricants et distributeurs d'appareils auditifs							
Hansaton Akustik	Germany	Sonova Holding	01/02/2015	100%	1,4x	nc	56,2
Comfort Audio	Switzerland	Sonova Holding	01/06/2014	100%	2,2x	13,5x	35,4
Neurelec	France	William Demant Holding	01/04/2013	100%	3,3x	nc	58,6
Sanomed	Germany	Amplifon	01/04/2011	100%	1,3x	nc	1,1
Otix Global	USA	William Demant Holding	01/09/2010	100%	0,7x	nc	49,0

Source : E-Mat

L'application du multiple médian de notre échantillon aux agrégats 2015, 2016 et 2017³, conduit à une valeur de 13,0 € par action, comprise dans une fourchette de 11,7 € à 14,2 €. L'application du seul multiple historique (chiffre d'affaires 2014), conduirait sensiblement au même résultat, soit 13,0 €.

Les primes offertes sur le prix de 13 € sont résumées ci-après :

Primes offertes	Minimum	Valeur cible	Maximum
Multiples de transactions	52%	37%	25%

Enfin, les prix payés par Audika pour l'acquisition de fonds de commerce en 2013 ne sont pas de nature à remettre en cause ces primes, étant rappelé qu'aucune croissance externe n'a été réalisée en 2014. Compte tenu de ses imperfections, cette approche n'est présentée qu'à titre informatif.

³ Après prise en compte d'un taux de croissance normatif égal à celui des sociétés de notre échantillon de sociétés comparables cotées pour les multiples à appliquer aux agrégats prévisionnels.

4.2 Critères et méthodes retenus

4.2.1 Cours de bourse et objectifs de cours des analystes

L'action Audika, introduite en bourse en 1988, est aujourd'hui cotée sur le compartiment C d'Euronext Paris. La capitalisation boursière ressort de l'ordre de 120 M€ avant l'annonce d'entrée en négociations exclusives avec William Demant. Le titre entre notamment dans la composition des indices généraux CAC Small (0,34 %) et CAC Mid & Small (0,06 %) ainsi que dans l'indice sectoriel CAC Health Care (0,09 %).

Le graphique suivant retrace l'évolution du cours de clôture de l'action et de son indice de référence, le CAC Small, entre le 17 février 2010 et le 16 février 2015, veille de l'annonce du rapprochement avec William Demant :



Renvois	Dates	Evénements
1	22-mars-10	Résultats annuels 2009 : un CA en hausse de 4,6% et une légère progression de la marge opérationnelle courante à 17,6 % contre 17,3 % en 2008.
2	19-juil.-10	Chiffre d'affaires du T2 2010, en recul de 4%.
3	21-juil.-10	HSBC dégrade sa recommandation avec un objectif réduit de 30,5 euros à 24 euros.
4	6-sept.-10	Résultat du S1 2010 : résultat opérationnel en baisse de 7,4%.
5	11-oct.-10	Chiffre d'affaires du T3 2010, en repli de 4,3%.
6	31-mars-11	Résultats annuels 2010 : marge opérationnelle courante de 16,6%.
7	18-avr.-11	Chiffre d'affaires du T1 2011, en croissance de 8,6% et un renforcement du réseau avec 9 nouveaux centres en France.
8	1-août-11	HSBC juge les résultats du T2 décevants et dégrade sa recommandation.
9	5-sept.-11	Résultat du S1 2011 : un CA en croissance de 3,2% et une marge opérationnelle courante de 15%.
10	4-janv.-12	Audika revoit ses résultats de croissance annuelle à la baisse.
11	19-mars-12	Résultats annuels 2011 : un résultat net en repli de 9,4% et une marge opérationnelle en baisse de 3,2%.
12	16-avr.-12	Chiffre d'affaires du T1 2012, en recul de 5,1%.
13	3-sept.-12	Résultat du S1 2012 : un chiffre d'affaires et une marge opérationnelle en repli.
14	25-mars-13	Résultats annuels 2012 : un CA en recul de 2,6% et une marge opérationnelle en retrait de 3,9 points par rapport à 2011.
15	28-mai-13	Audika s'implante en Belgique avec le rachat d'un réseau de quatre centres.
16	17-sept.-13	Résultat du S1 2013 : un CA en recul de 7,2 %.
17	14-oct.-13	Retour à la croissance au T3 2013 avec une augmentation du CA de 1,6%.
18	17-mars-14	Résultats annuels 2013 : des perspectives de croissance rassurantes malgré un chiffre d'affaires et un résultat net en repli.
19	14-avr.-14	Chiffre d'affaires du T1 2014, en croissance de 4,3%.
20	29-avr.-14	Audika annonce la cession de son réseau italien à Amplifon.
21	27-juin-14	Amplifon se dit intéressé par un éventuel rachat d'Audika.
22	15-sept.-14	Résultat du S1 2014 : reprise de la croissance avec un chiffre d'affaires en hausse de 3,2 % et un redressement des marges.
23	19-janv.-15	Chiffre d'affaires du T4 2014, en progression de 4,9%.



Après un point haut à 27 € le 24 mars 2010 atteint à la suite de la publication des résultats annuels 2009 qui laisse apparaître une progression conjuguée du chiffre d'affaires et de la marge opérationnelle courante, l'action voit son cours stagner puis fluctuer au gré de son indice de référence jusqu'à mi-juillet 2010.

Consécutivement à la publication, le 19 juillet 2010, du chiffre d'affaires du deuxième trimestre 2010, en recul de 4 %, et à la dégradation, deux jours plus tard, de la recommandation de HSBC avec un objectif de cours réduit de 21 % à 24 €, le titre Audika voit son cours fortement refluer pour atteindre 20 €, le 22 juillet 2010, soit une baisse de près de 22 % depuis le 17 février 2010 contre une stabilisation du CAC Small sur la même période. Cette phase baissière se poursuit et l'action atteint un cours de 17,66 € le 14 octobre 2010, après l'annonce du repli du chiffre d'affaires au troisième trimestre 2010 de 4,3 %. Ces résultats jugés « extrêmement décevants » par les analystes les incitent à dégrader les objectifs de cours, conduisant le titre vers un point bas de 16,34 € le 28 décembre 2010.

Le titre connaît un regain d'intérêt en mars 2011 après la publication des résultats annuels 2010 légèrement supérieurs aux attentes malgré une année marquée par une conjoncture peu favorable en France et une réorganisation en Italie. L'annonce des perspectives 2011, avec pour priorité le retour à la croissance, conduit le titre vers un nouveau point haut de 21,90 €, le 7 avril 2011. Cette phase haussière se maintient après la publication du chiffre d'affaires du premier trimestre 2011, en progression de 8,6 %, et au renforcement du réseau en France avec l'ouverture de 9 nouveaux centres.

L'annonce, le 5 août 2011, du chiffre d'affaires réalisé au titre du deuxième trimestre 2011, encore jugé décevant par les analystes au regard de la hausse des dépenses de marketing consenties, provoque une baisse du cours à 16 €. En septembre 2011, la communication d'une baisse du taux de marge opérationnelle au premier semestre entretient le mouvement baissier du titre.

Le titre connaît ensuite une période de fluctuations corrélées à celle de son indice de référence jusqu'au début du mois de février 2012, période à laquelle le titre entame une nouvelle phase de baisse ponctuée par la publication des résultats : (i) les résultats annuels 2011, le 19 mars 2012, affichant une marge opérationnelle en baisse de 3,2 % et un résultat net en repli de 9,2 % et (ii) l'annonce du 16 avril 2012 attestant du recul du chiffre d'affaires sur le premier trimestre 2012 de 5,1 %. Le 21 mai 2012, l'action atteint ainsi son point le plus bas avec un cours à 7,4 €. Entre le 23 juillet 2010 et le 21 mai 2012, le titre Audika a chuté de 64 % contre une baisse de 7 % de son indice de référence.

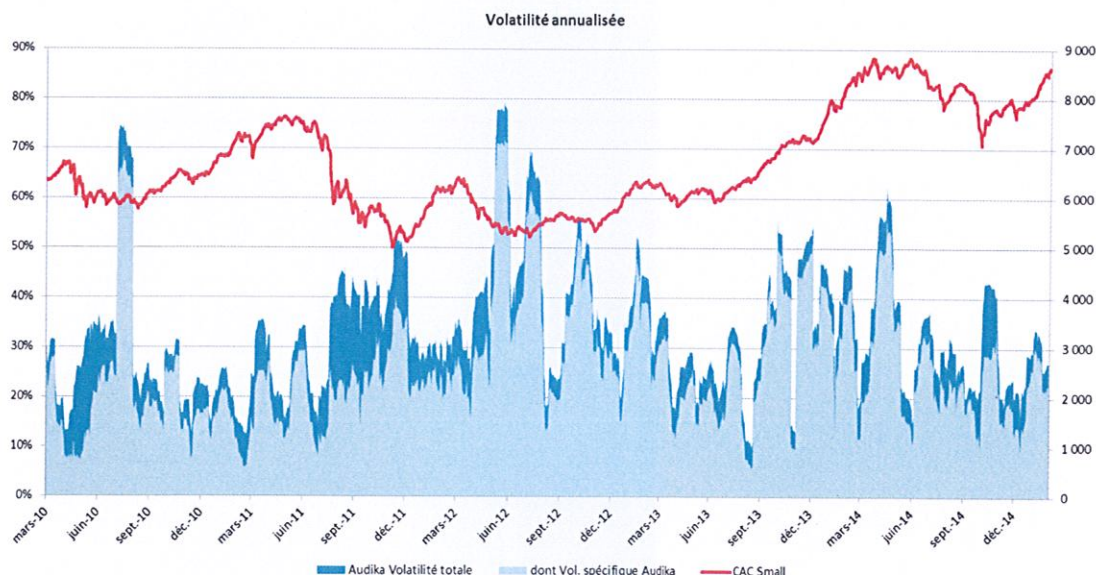
De mai 2012 à mi-octobre 2013, le cours connaît une période de relative stabilité dans une fourchette comprise entre 7,5 € et 10,5 €, en dépit de l'annonce en mars 2013 d'une nouvelle contraction du chiffre d'affaires et de la marge opérationnelle sur l'exercice 2012.

La communication, le 14 octobre 2013, d'un retour à la croissance du chiffre d'affaires au cours du troisième trimestre 2013 amorce un rebond du titre qui gagne 12 % en séance pour atteindre 10,1 €. Cet effet positif se poursuit après la publication de perspectives encourageantes pour l'exercice 2014 en marge de la communication des résultats 2013, le 17 mars 2014, qui présentent un nouveau recul de la rentabilité, mais lié à l'enregistrement de charges exceptionnelles exposées pour la réorganisation du groupe. L'annonce du 29 avril 2014 signalant la cession au groupe Amplifon du réseau italien, en proie à des pertes opérationnelles récurrentes, se traduit par une hausse de 8 % du cours de clôture à 12,45 €. Le 27 juin 2014, le groupe Amplifon, se dit intéressé par un éventuel rachat

d'Audika. A la suite de cette déclaration, le cours du titre s'élève à 14,20 €, le 27 juin 2014. Le président d'Audika, Alain Tonnard, décline la proposition et le titre entame une nouvelle phase baissière jusqu'à atteindre un cours de 10,66 € le 12 décembre 2014. Ainsi, entre mi-octobre 2013 et mi-décembre 2014, le titre Audika a vu son cours augmenter de 5 % contre une hausse de 12 % pour l'indice de référence.

La publication du chiffre d'affaires annuel 2014, le 19 janvier 2015, démontrant une accélération des ventes au cours du quatrième trimestre, s'avère bénéfique pour la performance du titre. Depuis cette date, en arrêtant nos observations le 16 février 2015, le cours de clôture a progressé de 12 % pour atteindre 13,5 €, alors que, dans le même temps, le CAC Small a cru de 7 %.

Comme indiqué dans le graphique ci-dessous, la volatilité de l'action Audika, annualisée sur la base de rendements quotidiens observés durant vingt jours de bourse glissants, a évolué au cours des cinq dernières années, entre 10 % (septembre 2013) et 79 % (mai 2012). Cette évolution est globalement décorrélée de celle de l'indice CAC Small, à l'exception des mois de mai et juin 2010, de l'été 2011 et du mois d'octobre dernier.



Les autres principaux points hauts correspondent à des phases de volatilité propres à l'action, atteints en :

- juillet 2010 (74 %) : chute du chiffre d'affaires au second semestre 2010 et dégradation de la recommandation de HSBC ;
- juin 2012 (78 %) : dans le sillage du communiqué annonçant le repli du chiffre d'affaires au cours du premier trimestre 2012 ;
- avril 2014 (63 %) : cession du réseau italien à Amplifon ;
- octobre 2013 (56 %) : retour à la croissance de l'activité au troisième trimestre 2013.

Les moyennes de cours arrêtées au 16 février 2015, veille de l'annonce du rapprochement, ainsi que les volumes échangés, sont résumés dans le tableau ci-après :



Prix et volume quotidien	Haut	Bas	Cours moyen pondéré	Volume échangé	Moyenne quotidienne	% capital échangé	% capital échangé (flottant)	Jours de cotation
36 mois	14,99	7,14	10,17	4 489 446	5 741	47,5%	103,1%	99,5%
24 mois	14,89	7,45	10,71	2 998 052	5 754	31,7%	68,9%	99,6%
12 mois	14,89	9,82	11,99	1 632 079	6 253	17,3%	37,5%	99,6%
6 mois	13,88	10,36	11,80	601 353	4 590	6,4%	13,8%	99,2%
3 mois	13,88	10,60	12,18	293 620	4 449	3,1%	6,7%	100,0%
20 jours de bourse	13,88	12,05	12,86	179 271	8 964	1,9%	4,1%	100,0%
Spot	13,72	13,45	13,50	3 426	3 426	0,0%	0,1%	

La cotation de l'action montre une liquidité satisfaisante avec, au cours des 12 derniers mois, des échanges équivalents à 17,3 % du capital, soit 37,5 % du flottant.

Les échanges précédant l'annonce de l'offre ont été réalisés à des prix significativement inférieurs à celui proposé par William Demant. En privilégiant la moyenne pondérée des cours 20 jours et 3 mois, périodes qui intègrent les informations financières et commerciales les plus récentes, les primes extériorisées par l'Offre s'établissent respectivement à 38,2 % et 46,0 %.

S'agissant des recommandations effectuées par les analystes avant la date d'annonce du rapprochement, les objectifs de cours des quatre bureaux d'analystes qui suivent la valeur étaient significativement inférieurs au prix d'Offre, avec un minimum à 12,0 € et un maximum à 15,0 €.

Depuis, les analystes ont aligné leur recommandation sur le prix de l'Offre. Pour information, l'évolution des objectifs de cours des bureaux d'analyse suivant la valeur au cours des 12 derniers mois à la date d'annonce du rapprochement est présentée dans le tableau ci-dessous :

Analyste	Cours	Objectif de cours	Recommandation
Oddo			
18-févr.-15	17,20 €	17,78 €	Apporter à l'offre
16-sept.-14	11,81 €	12,00 €	Neutre
Gilbert Dupont			
17-mars-15	17,32 €	17,80 €	Conserver
20-janv.-15	12,03 €	14,00 €	Acheter
2-déc.-14	10,84 €	14,00 €	Acheter
21-oct.-14	11,78 €	16,00 €	Acheter
17-sept.-14	11,81 €	16,00 €	Acheter
27-août-14	11,80 €	16,00 €	Acheter
22-juil.-14	13,55 €	16,00 €	Acheter
19-juin-14	12,65 €	16,00 €	Acheter
16-mai-14	12,60 €	16,00 €	Acheter
28-avr.-14	11,58 €	14,50 €	Acheter
15-avr.-14	12,19 €	14,50 €	Acheter
Portzamparc			
17-févr.-15	17,32 €	17,80 €	Conserver
21-oct.-14	11,78 €	12,00 €	Conserver
6-mai-14	12,90 €	12,50 €	Conserver
18-mars-14	10,00 €	9,50 €	Conserver
Exane PNB Paribas			
18-févr.-15	17,30 €	17,80 €	Neutre
9-févr.-15	12,90 €	15,00 €	Acheter
20-janv.-15	12,03 €	12,00 €	Neutre
1-oct.-14	11,63 €	9,60 €	Neutre



4.2.2 Cession du bloc majoritaire

a) Historique & processus de cession

Comme indiqué en partie 1, la présente Offre fait suite à la cession de la participation majoritaire de la société Holton dans le capital d'Audika le 29 septembre 2015, à la société William Demant, pour un prix total 90,6 M€, soit un prix unitaire de 17,79 € par action Audika.

Cette cession, et l'Offre qu'elle entraîne, marque le terme d'une série d'opérations initiée en avril 2004, lorsque Messieurs Alain et Jean-Claude Tonnard ainsi qu'un autre actionnaire (ci-après les actionnaires historiques), ont initié via la création de la société Holton, une opération d'OBO⁴ réalisée par apport et par cession d'actions Audika financée pour majeure partie par des OCABAA⁵ souscrites par la Banque Lazard. A l'été 2007, alors que le cours de l'action Audika avait pratiquement doublé, la Banque Lazard a voulu convertir ses obligations comme elle en avait la possibilité. Les actionnaires historiques, ne souhaitant pas perdre le contrôle de la société Holton, et par conséquent d'Audika, ont racheté les obligations convertibles et ont refinancé l'opération avec l'appui du fonds European Capital. Ce dernier est entré au capital d'Holton à hauteur de 39 % et a souscrit des emprunts obligataires afin de boucler le financement aux côtés des banques.

Toutefois, l'avènement de la crise financière puis économique de l'automne 2008 a remis en cause le montage : en effet, au-delà de la baisse du cours de l'action Audika qui passera de plus de 36 € en novembre 2007 à un peu plus de 8 € fin 2012, les ratios financiers qu'Holton s'est engagée à respecter n'ont rapidement plus été tenus sous la pression conjuguée du poids de la dette et de la dégradation des résultats d'Audika laquelle a vu son EBE divisé par deux entre 2009 et 2013. Ainsi, en février 2013, Holton a réalisé une opération de refinancement de sa dette, assortie d'une modification des accords conclus entre Messieurs Tonnard et European Capital visant, entre autres choses, à préparer la cession d'Holton à horizon deux ans en organisant la répartition du « *prix de cession global selon un ordre de priorité préétabli*⁶ ». Il convient de noter que les obligations convertibles émises dans le cadre du refinancement auraient, en cas de conversion, permis à European Capital de détenir 99,7 % du capital d'Holton.

Ainsi, le 29 juin 2014, la Banque-conseil Rothschild & Cie a été mandatée par Messieurs Tonnard, aux côtés de Kepler Corporate Finance pour le compte d'European Capital, en vue de céder la société Holton. A l'automne 2014, les Banques-conseils ont contacté 16 acquéreurs potentiels, dont 7 fonds et 9 industriels impliqués à divers degrés dans le secteur de l'audioprothèse, sur lesquels 11 (6 industriels et 5 fonds) ont reçu une présentation de l'opération et des éléments d'information après avoir signé un accord de non-divulgaration. Entre fin octobre et début novembre 2014, 8 d'entre eux (les 5 fonds et 3 industriels) n'ont pas donné suite au processus. Les raisons invoquées le plus fréquemment par les industriels pour mettre fin aux discussions ont été le souhait de ne pas déstabiliser leur réseau de distributeurs existant. De leur côté, les fonds ont mis en avant les antécédents de la Société et la crainte de l'augmentation de la pression concurrentielle.

⁴ OBO : *Owner-Buy –Out*, ou rachat à soi-même : opération permettant de dégager des liquidités tout en restant présent au capital de la cible grâce au levier procuré par l'endettement accordé par des établissements bancaires et des investisseurs, avec pour objectif de partager l'éventuelle plus-value de cession avec ces derniers au moment de leur sortie.

⁵ OCABAA : Obligations convertibles en actions avec bons d'attribution d'actions.

⁶ Document AMF n° 213C0322 du 7 mars 2013



Entre fin octobre et mi-novembre, trois compétiteurs dont William Demant, ont présenté des offres indicatives et non engageantes portant sur le capital d'Audika (et non d'Holton). Celles-ci offraient des primes sur le cours d'Audika de 12 %, 29 % et 70 %. Les candidats à la reprise ont alors procédé à leurs *due diligences* et ont rencontré le management d'Audika début décembre 2014. A l'issue de ces investigations, le 19 décembre 2014, deux repreneurs potentiels ont présenté des offres fermes améliorées, alors que le candidat qui avait offert le prix par action Audika le plus élevé au tour précédent n'a pas souhaité confirmer sa proposition dans une offre ferme. Jusqu'à mi-février, les deux derniers candidats ont poursuivi leurs discussions avec les banquiers conseils qui ont conduit à l'entrée en négociations exclusives de William Demant sur la base d'un prix par action Audika de 17,78 €, en augmentation sensible par rapport à son offre d'origine, l'autre prétendant ayant présenté une offre améliorée par rapport à sa première offre mais inférieure à celle de William Demant et par ailleurs davantage susceptible d'être remise en cause par l'Autorité de la concurrence.

Sur la base de l'ensemble des éléments précédemment développés, il nous apparaît donc que la présente Offre résulte d'un processus compétitif d'enchères mené dans des conditions normales de concurrence entre professionnels du secteur. Le prix ferme et définitif de 17,79 € par action Audika payé pour l'acquisition d'un bloc majoritaire constitue selon nous une référence forte de valorisation. Il a été accepté par l'ensemble des actionnaires et créanciers d'Holton, lesquels ne conservent aucun intérêt capitalistique dans la Société. Il est identique à celui proposé dans l'Offre aux actionnaires minoritaires et n'extériorise donc pas de prime, mais il fait bénéficier le public de la prime de contrôle.

b) Conséquence de la cession pour Holton et accords liés à l'Offre

A partir de l'analyse du SPA, de la *waterfall* d'Holton et de son projet de comptes 2014, nous avons recherché des éléments susceptibles de remettre en cause l'égalité de traitement entre les actionnaires.

En premier lieu, nous constatons que le produit de cession des titres Audika détenus par Holton, son seul actif significatif, ne couvre pas leur valeur brute comptabilisée dans livres d'Holton. Elle permet néanmoins de reprendre une partie des provisions pour dépréciation enregistrées les exercices précédents qui conduisait à une valeur nette par action Audika inférieure à 10 €. Nous observons ensuite que le prix total d'acquisition pour l'ensemble de cette participation, soit 90,6 M€ ne permet pas de rembourser la totalité du passif d'Holton qui s'élève à près de 165 M€ au 31 décembre 2014⁷. Cette opération aboutit donc à un mali de liquidation de près de 80 M€ pour les promoteurs de ce second LBO. Sur la base des règles de répartition du prix de cession fixées contractuellement entre les différents créanciers d'Holton, il apparaît que seules les dettes contractées auprès des établissements bancaires⁸ et auprès des actionnaires historiques sont remboursées en totalité. Selon nous, cette répartition entre les banques créancières, European Capital et les actionnaires historiques, ne constitue pas un élément susceptible de remettre en cause l'égalité de traitement entre les actionnaires dans la mesure où elle procède d'un libre accord entre les parties et n'a pas d'incidence sur les actionnaires minoritaires.

⁷ Ce montant ne tient pas compte des intérêts courus jusqu'au closing de l'opération et des coûts liés à la transaction.

⁸ Il est convenu qu'elles sont remboursées directement par William Demant à ces derniers. De même William Demant se substituera aux établissements bancaires chez Audika en les remboursant de leur créance d'un montant global de l'ordre de 10,5 M€



D'autre part, le SPA prévoit le maintien pendant une période de 3 ans de Messieurs Alain et Jean-Claude Tonnard respectivement aux postes de Président du conseil et directeur général, et de directeur général délégué, et l'octroi à chacun d'un bonus en considération de leur contribution au succès de l'opération. La rémunération fixe liée à leurs fonctions respectives est comparable à celle perçue globalement (y compris rémunération variable) préalablement à l'opération (en augmentation de 6,6 %). Cependant, la perception d'un bonus basé pour moitié sur la base de performances financières⁹, et pour l'autre moitié sur la base de performances qualitatives¹⁰, peut conduire à une augmentation de la rémunération de l'ordre de 45 %. Par ailleurs, le SPA prévoit à l'issue de leur fonction, quelle qu'en soit la durée ou la cause de sa fin, l'octroi d'une indemnité de non-concurrence égale à deux années de rémunération, fixe et variable. En outre, en cas de départ non fautif (en l'absence de faute lourde ou de faute grave), la totalité de la rémunération sur trois ans reste due.

Ces éléments appellent de notre part les observations suivantes :

- du point de vue de l'Initiateur, Messieurs Alain et Jean-Claude Tonnard ont permis l'opération et sont, selon l'Initiateur, des acteurs essentiels de la réussite du rapprochement entre William Demant, et Audika qu'ils incarnent aux yeux des clients et des salariés de la Société ;
- les rémunérations, fixes et variables, prévues, si elles se situent dans le haut de fourchette des rémunérations des dirigeants de sociétés cotées moyennes et petites, n'apparaissent pas déconnectées des pratiques de place¹¹, d'autant que Messieurs Tonnard ne bénéficient pas d'instruments d'accès au capital ;
- en tenant compte de la différence de taille entre Audika et William Demant, les rémunérations annuelles ne paraissent pas non plus déconnectées de celles accordées par l'Initiateur à ses cadres dirigeants (*Executive board*), lesquels perçoivent une rémunération plus de 3 fois supérieure à celles de Messieurs Tonnard¹² ;
- le montant de l'indemnité de non-concurrence respecte les préconisations du code AFEP-MEDEF en ne dépassant pas deux ans de rémunération ;
- enfin, le cumul des avantages octroyés aux dirigeants d'Audika impacte faiblement (moins de 5 %) le prix de l'Offre.

Compte tenu des développements ci-avant, nous n'identifions pas d'éléments susceptibles de remettre en cause l'égalité de traitement entre les actionnaires.

⁹ Atteinte des budgets en termes de chiffre d'affaires et de résultat opérationnel jusqu'en 2018

¹⁰ Assistance au nouvel actionnaire majoritaire, maintien du nombre d'audioprothésistes, travaux sur les synergies entre Audika et William Demant, participation et animation des congrès et conventions...

¹¹ Rapport 2013 de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants des valeurs moyennes et petites, p. 54 et 55.

¹² Annual Report 2014 William Demant, p.38. Les montants ne sont toutefois pas complètement comparables en raison des différences de pression fiscale : le taux de charge patronal danois est quasi nul, en revanche le taux d'impôt est plus élevé.



4.2.3 Evaluation par la méthode des DCF

a) Définition de la méthode d'actualisation

La méthode du DCF¹³ repose sur le plan d'affaires décrit précédemment, c'est-à-dire selon une approche *stand alone*¹⁴.

La Société présente, tant en moyenne sur l'année qu'à la clôture de ses comptes annuels, un excédent de fonds de roulement structurel. Or, si l'EFR d'une société est suffisamment important rapporté à sa MBA et à ses investissements, alors la variation de la trésorerie générée par le développement de l'activité, i.e. son cash-flow libre, peut être supérieure au bénéfice de l'exercice. Il convient de rappeler que la distribution de la trésorerie résultant de l'EFR n'est envisageable qu'en cas d'absorption ou de fusion de la Société (ou d'accord spécifique) dans un groupe présentant un cash-flow libre pour l'actionnaire structurellement inférieur à son bénéfice, typiquement en raison d'un BFR à financer.

Dans l'hypothèse du développement *stand alone* d'une société à EFR structurel, le flux de trésorerie annuel disponible pour l'actionnaire ne peut excéder durablement le montant du résultat net distribuable, toute distribution supérieure à ce dernier s'imputant sur les capitaux propres. Selon nos calculs, dans la perspective du rapprochement entre la Société et William Demant, le flux de trésorerie normatif serait légèrement supérieur au bénéfice distribuable, ce qui constitue une hypothèse favorable à l'actionnaire minoritaire.

b) Prévisions

Nos travaux sont basés sur les prévisions 2015-2019 du Plan d'affaires.

Comme indiqué précédemment, nous considérons que le Plan d'affaires est raisonnablement optimiste, concernant notamment la rentabilité qu'il anticipe. Pour cette raison, nous ne l'avons pas extrapolé au-delà de 2019 et retenu pour le calcul de la valeur résiduelle une hypothèse de croissance à l'infini de 1,5 % qui repose uniquement sur une croissance organique. Nous avons ajusté en conséquence les investissements en les limitant à ceux de maintenance et rénovation.

Il convient de noter que le Plan d'affaires intègre une progression du montant du CICE. Sans contester la pérennité du dispositif, nous remarquons toutefois qu'il demeure un sujet de débat dans les choix de politique publique. L'impact du maintien de la mesure est présenté en analyse de sensibilité.

c) Le taux d'actualisation et de capitalisation

Selon nos calculs le taux d'actualisation s'établit à 8,85 %. Il repose sur les paramètres suivants :

- un bêta de 0,9, égal à la moyenne pondérée par leur coefficient de détermination des bêtas historiques hors dette ou hors trésorerie excédentaire, calculés sur 3 ans et 5 ans, des sociétés de l'échantillon des comparables boursiers (cf. infra) y compris Audika ;

¹³ Pour *Discounted Cash Flow*.

¹⁴ A modèle économique identique avant et après offre.



- la moyenne au 31 août 2015 sur 6 mois des estimations de la prime de risque anticipée pour les actions composant le SBF 120¹⁵, selon les abaques du cabinet Fairness Finance, soit 6,85 % ;
- le rendement moyen des OAT TEC10 sur 6 mois, au 31 août 2015, soit 0,84 % ;
- une prime de 2,01 % reflétant l'exigence de rendement accrue de la part des investisseurs pour les sociétés de taille inférieure à la moyenne du SBF 120, calculée en fonction de la capitalisation boursière et ressortant des abaques de Fairness Finance ;
- un levier financier (dette nette / capitalisation boursière) égal à 10,8 %, qui correspond au levier médian des comparables, avec un coût de la dette cible de 2,55 % avant impôt.

Pour le calcul de la valeur résiduelle à fin 2024, nous optons pour une formule de rente à l'infini qui suppose, à marges constantes, un taux de croissance du cash-flow de 1,5 % par an. Ce taux est cohérent avec ceux observés dans les notes d'offre visées par l'AMF et dont la moyenne s'établit à 1,5 % au cours des 6 derniers mois.

Compte tenu de ces hypothèses, le taux de capitalisation du cash-flow normatif s'établit à 7,35 % (8,85 % - 1,5 %).

d) Passage de la valeur présente des flux à la valeur par action

Le passage de la valeur des flux à la valeur par action est détaillé ci-après :

Calcul de la valeur des fonds propres	en K€
Valeur des flux 2015 - 2019	32 185
Valeur de rente actualisée	139 627
Valeur d'entreprise	171 812
Endettement financier net	(3 049)
Engagement du personnel net	(3 003)
Provisions pour risques et charges	(606)
Valeur des intérêts minoritaires	(1 014)
Autres	(200)
Valeur des fonds propres	163 940
Nombre d'actions	9 450 000
Valeur en € / action	17,3 €

La valeur centrale de l'action obtenue par la méthode des DCF est de 17,35 € par action Audika. Le prix offert de 17,79 € par action présente ainsi une prime de 2,5 % par rapport à cette valeur.

e) Analyses de sensibilité

L'effet de la variation du taux d'actualisation et du taux de croissance à l'infini est résumé ci-après :

¹⁵ Présentant en moyenne 14 Mds€ de capitalisation boursière.



Sensibilité aux taux d'actualisation et de croissance à l'infini			
	8,35%	8,85%	9,35%
1,00%	17,5 €	16,3 €	15,2 €
1,50%	18,8 €	17,3 €	16,1 €
2,00%	20,2 €	18,6 €	17,2 €

Il résulte de ce tableau une fourchette d'évaluation encadrant la valeur centrale, les primes dégagées par le prix offert de 17,79 € comparé à ces valeurs étant résumées ci-après :

Primes offertes	Minimum	Valeur cible	Maximum
DCF	17,1%	2,5%	-11,9%

Par ailleurs, le maintien du dispositif du CICE au-delà de 2019, a un effet positif de 0,9 € par action.

f) Appréciation de synergies éventuelles

William Demant est un groupe international qui développe, fabrique et vend des produits et équipements destinés à aider les personnes affectée d'une perte auditive. A ce titre William Demant est l'un des fournisseurs d'Audika. Avec l'acquisition de 10 % du marché français de l'appareillage auditif, le contrôle de la Société constitue donc pour William Demant une opportunité d'intégration verticale.

L'adossement de la Société à un groupe tel que William Demant qui opère dans plus de 25 pays, avec un effectif total de plus de 9 000 collaborateurs et un chiffre d'affaires de plus de 9 milliards de couronnes danoises, soit environ 1,2 Md€, présente également des opportunités pour Audika, ne serait-ce qu'en termes de financement d'acquisitions de centres.

Néanmoins aucune évaluation des synergies ou des économies de coûts, ni de la part la de Société ni de celle de William Demant, n'a été réalisée à ce stade. En conséquence, nous n'avons pas été en mesure d'en chiffrer les impacts potentiels.

4.2.4 Evaluation par les comparables boursiers

Il existe à notre connaissance un seul concurrent direct d'Audika qui soit coté : Amplifon. Néanmoins d'autres acteurs du secteur, fabricants ou distributeurs d'optique, sont susceptibles d'extérioriser des multiples de valorisation utilisables.

Pour cette raison, nous avons analysé sur la base du cours moyen pondéré sur 20 jours au 17 septembre 2015, d'une part les multiples d'Amplifon et, d'autre part, nous avons constitué un échantillon large de sociétés, présenté en annexe, composé :

- de distributeurs et de fabricants d'appareils auditifs ;
- de distributeurs de produits optiques qui présentent un modèle de développement proche.

Comparaison boursière fondée sur Amplifon, échantillon restreint

Concernant la valorisation issue d'une comparaison avec Amplifon, nous privilégions les multiples de résultat opérationnel, cet agrégat, à la différence de l'EBE permettant d'intégrrer l'ensemble des charges opérationnelles supportées par les sociétés, dont les amortissements.

	VE (en M€)	VE / EBIT (x)			
		2014	2015 E	2016 E	2017 E
Amplifon	1 861	16,4x	13,6x	12,0x	10,9x

En privilégiant les multiples prévisionnels correspondant aux exercices 2015 à 2017, il ressort une valeur centrale de l'action Audika de 15,7 €.

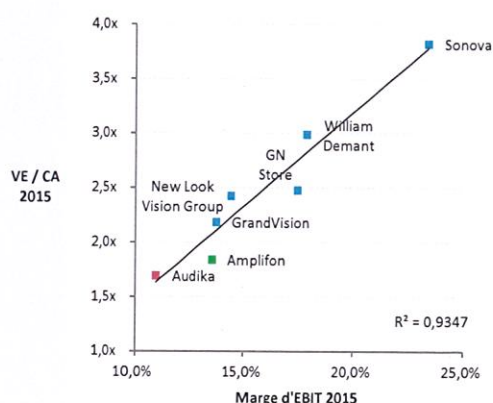
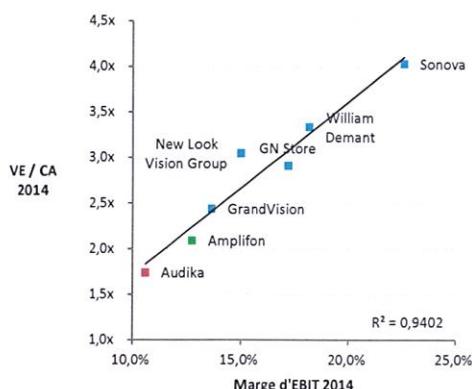
Comparaison boursière fondée sur un échantillon large

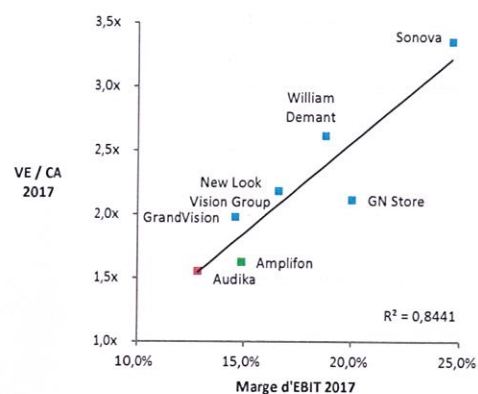
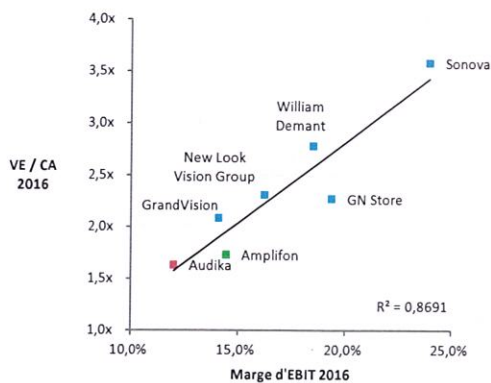
Les multiples implicites d'EBIT issus de notre échantillon large se présentent comme suit :

	VE (en M€)	VE / EBIT (x)			
		2014	2015 E	2016 E	2017 E
<i>Fabricants et distributeurs d'appareils auditifs</i>					
Amplifon	1 861	16,4x	13,6x	12,0x	10,9x
William Demant	4 175	18,4x	16,7x	15,0x	13,9x
Sonova	7 460	17,9x	16,3x	14,9x	13,6x
GN Store	2 862	16,9x	14,2x	11,7x	10,6x
<i>Distributeurs de produits optiques</i>					
Grandvision Nv	6 865	17,9x	15,9x	14,7x	13,5x
New Look Vision Group Inc	286	20,3x	16,8x	14,2x	13,1x
Moyenne		18,0x	15,6x	13,8x	12,6x
Médiane		17,9x	16,1x	14,5x	13,3x

Dans la mesure où nos comparables présentent en moyenne des taux de marge plus élevés que ceux de la Société et un coût du capital inférieur (du fait de bêtas et de primes de taille plus faibles), il convient selon nous d'opérer un double retraitement. En effet, avec une rentabilité supérieure et en raison d'un coût du capital plus élevé de la Société, les multiples de l'échantillon surestiment sa valeur.

Par simplification, nous nous contentons de tenir compte de l'effet global résultant du différentiel de marge au travers d'une régression du multiple de chiffre d'affaires sur le taux de marge opérationnelle :





Comme indiqué dans les graphiques ci-dessus, il existe une forte corrélation entre les multiples et le niveau de marge.

Par régression du multiple de chiffre d'affaires sur la marge opérationnelle, nous déduisons les multiples suivants applicables à Audika :

	2014	2015 E	2016 E	2017 E
<i>Paramètres de régression :</i>				
constante	(0,0x)	(0,4x)	(0,4x)	(0,3x)
coefficient de marge	18,2x	17,8x	16,0x	14,3x
Multiple de chiffre d'affaires en fonction du taux de marge d'EBIT	1,9x	1,2x	1,7x	1,8x

En privilégiant les multiples prévisionnels correspondant aux exercices 2015 à 2017, il ressort une valeur centrale de l'action Audika de 17,1 €.

Pour information, l'application des multiples médians d'EBIT non ajustés conduirait à une valeur centrale de 19,1€ par action.

Compte tenu du caractère imparfait des échantillons, du fait de leur faible taille ou en raison de la nature de l'activité des sociétés qui le composent, nous retenons cette approche à titre secondaire.



5. ANALYSE CRITIQUE DES TRAVAUX DES BANQUES

Conformément à l'instruction 2006-08 du 25 juillet 2006, nous avons conduit une analyse critique du rapport d'évaluation réalisé par Moelis & Company UK LLP et Natixis, (ci-après les « Banques »).

Les valeurs centrales auxquelles les Banques et nous-mêmes aboutissons en fonction des méthodes et critères utilisés sont présentées ci-après :

En € par action	Banques	BM&A
Cours de bourse		
12 mois	12,00 €	11,99 €
6 mois	11,83 €	11,80 €
3 mois	12,20 €	12,18 €
20 jours	12,89 €	12,86 €
Cours au 16 février 2015	13,50 €	13,50 €
Prix de cession du bloc majoritaire	17,78 €	17,78 €
DCF	14,93 €	17,35 €
Méthodes analogiques		
Multiple boursiers échantillon restreint	14,76 €	15,70 €
Multiple boursiers échantillon large	n.a	17,06 €
Multiple de transactions	10,10 €	12,84 €

Nos résultats sont identiques s'agissant des références d'évaluation que sont le cours de bourse et le prix de cession du bloc majoritaire. En revanche, la mise en œuvre des méthodes d'évaluation, DCF et comparables, aboutit à des écarts entre nos travaux respectifs qui sont analysés ci-après.

5.1 Méthode des DCF

Les Banques ont réalisé sous la conduite de l'initiateur leur propre plan d'affaires étendu sur une période 2015 à 2025. Celui-ci diffère du plan d'affaires du management, sur lequel se fondent nos travaux d'évaluation, sur les principaux éléments suivants :

- une croissance organique de 5 % par an pour l'ensemble de la période, alors que le management table sur 1,4 %, à laquelle il ajoute la croissance externe pour parvenir à une croissance globale de 4,8 % en moyenne sur l'horizon du plan ;
- des investissements équivalents aux dotations aux amortissements constatés ; autrement dit, comme évoqué au point précédent la banque ne retient aucune croissance externe dans ses prévisions alors même que le développement historique de la société se fonde sur l'achat régulier de fonds de commerce dans un marché détenu principalement par des indépendants ;
- un taux de marge opérationnelle de 12 % pour l'ensemble de la période, identique à celui de l'exercice 2014, alors que le plan du management prévoit une croissance progressive du taux de marge opérationnel qui dépasserait légèrement 17 % en fin de plan.

Les prévisions de résultat opérationnel retenues par les Banques sont quasi systématiquement inférieures à celles du management, la banque ne prenant en compte aucun effet de levier opérationnel lié à la croissance du chiffre d'affaires. En revanche, les cash-flows de la banque sont



supérieurs à ceux du management pour la période 2015 à 2018, les investissements positionnés étant limités à la maintenance. A partir de 2019, la tendance s'inverse, les flux ressortant du plan d'affaires des Banques étant significativement inférieurs à ceux du management.

Concernant les paramètres d'évaluation, les Banques retiennent un taux d'actualisation de 9 % et un taux de croissance à long terme de 2,5 % en relation avec leurs prévisions de croissance organique plus élevées. Pour notre part, nous fondons nos travaux sur un taux d'actualisation de 8,85 % et un taux de croissance à long terme de 1,5 %, proche de la croissance organique retenue par la société de 1,4 %. Par ailleurs, en conformité avec le mode de calcul de la prime de risque prospective que nous utilisons, nous actualisons les flux comme s'ils étaient perçus en totalité en fin d'année, c'est-à-dire dans 3 mois pour le premier d'entre - eux. Pour leur part, les Banques actualisent le 1^{er} flux au 1^{er} janvier 2015, i.e. sur 12 mois.

Nos travaux respectifs illustrent donc deux visions différentes de la Société : les Banques envisagent des flux et un potentiel de croissance qui se fondent sur un accroissement rapide du marché impliquant un niveau de croissance à long terme plus élevé, sans effort d'investissement significatif, alors que nos travaux, qui reposent sur la vision du management, se basent sur une croissance de l'activité résultant principalement des acquisitions, dont il est attendu des gains significatifs de rentabilité. Par solde, ces différences aboutissent à un écart de valeur de l'ordre de 16 %.

5.2 Méthode des comparables boursiers

Les Banques retiennent un échantillon composé uniquement de la société Amplifon.

Par ailleurs, leurs travaux se fondent sur les multiples d'EBE 2015 et 2016, déterminés sur des capitalisations boursières relevées en février 2015, et appliqués aux agrégats issus du plan d'affaires réalisé par l'Initiateur. Les Banques aboutissent logiquement à une valeur centrale de 14,76 €, inférieure de 6 % à notre résultat « échantillon restreint », le plan d'affaires que nous utilisons présentant une marge opérationnelle plus élevée et les multiples d'Amplifon ayant augmenté depuis février 2015.

Enfin, les Banques ne retiennent pas les fabricants d'instruments auditifs ou les sociétés de distribution de produits optiques au motif que leur modèle économique diffère de celui d'Audika. Pour notre part, tout en rappelant que cette méthode est mise en œuvre à titre secondaire, il nous a paru pertinent de présenter les multiples extériorisés par l'environnement « large » d'Audika, tout en les ajustant afin de corriger en partie les écarts de taille et de rentabilité entre Audika et les comparables.

5.3 Méthode des transactions comparables

Dans la même logique que nos travaux sur la méthode des comparables boursiers, notre échantillon de transactions est plus large que celui des Banques, qui ne retiennent que les distributeurs. Il en résulte l'utilisation par celles-ci d'un multiple significativement plus faible, de l'ordre de 30 %, avec pour conséquence une différence de valeur similaire, soit 10,1 € par action pour les Banques et 12,8 € par action pour notre part.



5.4

Synthèse des écarts

Les résultats des méthodes d'évaluations qui se fondent sur des prévisions, i.e. DCF et comparables boursiers, divergent essentiellement en raison de l'emploi de plans d'affaires différents. Les prévisions que nous avons retenues étant plus favorables, il est logique que nous parvenions à des valeurs supérieures à celles des Banques.

Au total, nos écarts de valorisation résultent davantage d'une vision différente de la stratégie qui sera menée par la Société que de divergences méthodologiques.

6. CONCLUSION

Le tableau ci-après récapitule les fourchettes de valeurs de l'action Audika auxquelles nous parvenons ainsi que les primes et décotes extériorisées par le prix de 17,79 € par action proposé dans le cadre de la présente Offre :

Méthodes / critères	Valeur par action			Primes / (décotes)		
	Min.	Centrale	Max.	Min.	Centrale	Max.
Transaction récente sur la capital						
Référence au prix d'apport du bloc majoritaire ⁽¹⁾		17,79 €			0,0%	
Approche intrinsèque						
Actualisation des flux de trésorerie anticipés ⁽¹⁾	15,19 €	17,35 €	20,18 €	17,1%	2,5%	-11,9%
Approches analogiques						
Comparables boursiers (échantillon restreint)	12,20 €	15,70 €	18,03 €	45,9%	13,3%	-1,3%
Comparables boursiers (échantillon large)	12,40 €	17,06 €	20,29 €	43,5%	4,3%	-12,3%
Références au cours de bourse						
Cours moyens pondérés et extrêmes au 16 février 2015						
12 mois	9,82 €	11,99 €	14,89 €	81,2%	48,4%	19,5%
6 mois	10,36 €	11,80 €	13,88 €	71,7%	50,8%	28,2%
3 mois ⁽¹⁾	10,60 €	12,18 €	13,88 €	67,8%	46,1%	28,2%
20 jours ⁽¹⁾	12,05 €	12,86 €	13,88 €	47,6%	38,3%	28,2%
Spot		13,50 €			31,8%	
Objectif de cours des analystes	12,00 €	13,00 €	15,00 €	48,3%	36,8%	18,6%

⁽¹⁾ Critères ou méthodes retenus à titre principal

Les conclusions de nos travaux résultent de la mise en œuvre d'une approche multicritères qui a principalement reposé sur la méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie et sur les références au cours de bourse et au prix d'acquisition du bloc majoritaire. La méthode des comparables boursiers n'est présentée qu'à titre secondaire compte tenu du caractère imparfait des échantillons retenus.

S'agissant des références au cours de bourse, le prix d'Offre présente des primes significatives sur les moyennes pondérées 20 jours et 3 mois, comprises entre 38,3 % et 46,1 %, traduisant la prime payée par l'Initiateur aux actionnaires contrôlant le bloc majoritaire via la société Holton et dont bénéficient les actionnaires minoritaires.

Le prix d'Offre extériorise en revanche une prime plus modeste de 2,5 % s'agissant de la valeur centrale issue de l'application de la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie. Il convient toutefois de souligner que cette méthode a été mise en œuvre sur la base d'un plan d'affaires anticipant un doublement du résultat opérationnel en trois ans.

Enfin, le prix payé pour l'acquisition du bloc majoritaire, qui ne fait naturellement pas apparaître de prime par rapport au prix d'Offre, constitue une référence de valorisation majeure dans la mesure où :

- il représente la valeur à laquelle les actionnaires majoritaires, certes sous pression d'un engagement de cession, ont accepté de se séparer définitivement de leurs actions Audika, avec, pour certains d'entre eux, une perte significative sur leur investissement de départ ;
- il résulte d'un processus compétitif d'enchère mené dans des conditions de concurrence normales au cours duquel les candidats ont amélioré leurs offres à plusieurs reprises.



Sur la base de ces éléments, notre opinion est que le prix de 17,79 € proposé dans le cadre d'une offre d'achat simplifiée et d'un retrait obligatoire portant sur les actions d'Audika Groupe, est équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société.

Fait à Paris, le 30 septembre 2015

BM&A

Pierre Béal

Eric Blache

Associés



7. ANNEXE

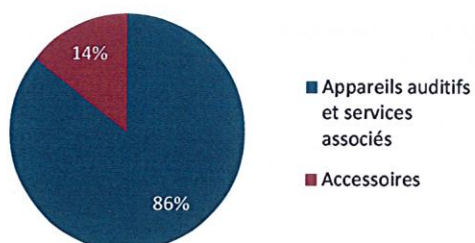
Présentation synthétique des comparables boursiers



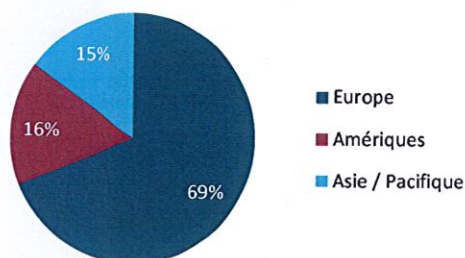
Amplifon

Créée en 1950, Amplifon est un acteur de référence de la distribution d'appareillages auditifs à travers un réseau de 8 414 points de vente (y compris franchisés et réseaux affiliés) répartis sur 22 pays. La société compte 11 071 employés à fin décembre 2014.

Répartition du CA par activité



Répartition du CA par zone géographique



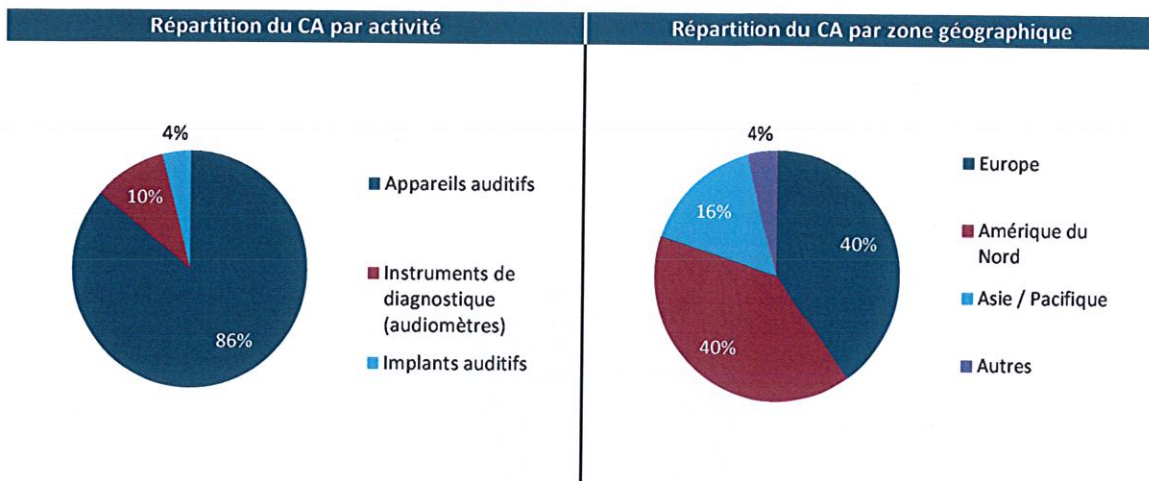
Données financières (en M€)

	2014	2015 E	2016 E	2017 E
Chiffre d'affaires	891	1 012	1 077	1 147
EBIT	114	137	156	171
En % du chiffre d'affaires	12,8%	13,5%	14,4%	14,9%
Capitalisation boursière	1 563			
Valeur d'entreprise	1 861			

VE/CA	2,1x	1,8x	1,7x	1,6x
VE/EBIT	16,4x	13,6x	12,0x	10,9x



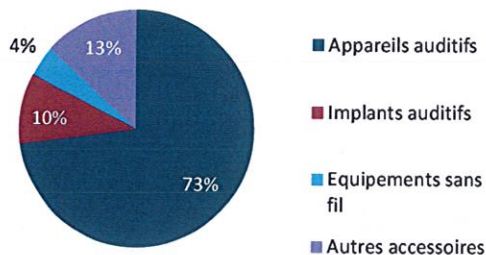
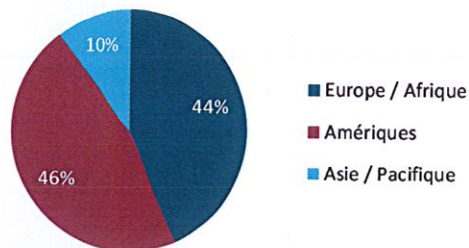
Fondé en 1904, le groupe William Demant développe, fabrique et commercialise des produits et équipements destinés à aider les personnes ayant une perte auditive. Le groupe se concentre sur quatre activités : les appareils auditifs, les implants auditifs, les instruments de diagnostics de la surdité et les outils de communication personnelle. Le nombre d'employés du groupe s'élève à 10 175 à fin 2014.



Données financières (en M€)				
	2014	2015 E	2016 E	2017 E
Chiffre d'affaires	1 252	1 399	1 505	1 599
EBIT	227	250	278	300
En % du chiffre d'affaires	18,1%	17,9%	18,5%	18,8%
Capitalisation boursière	3 984			
Valeur d'entreprise	4 175			
VE/CA	3,3x	3,0x	2,8x	2,6x
VE/EBIT	18,4x	16,7x	15,0x	13,9x



Etabli en 1947, le groupe Sonova est spécialisé dans la conception et la commercialisation de matériels auditifs (appareils et implants). Le groupe offre également tout une gamme d'équipements de communication sans fil permettant d'optimiser le confort auditif des personnes malentendantes. Présent dans plus de 90 pays, le groupe emploie 10 184 personnes à fin mars 2015.

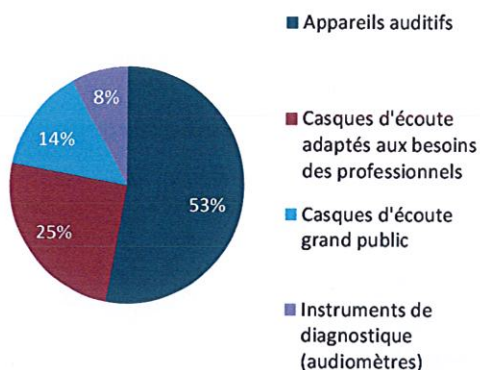
Répartition du CA par activité

Répartition du CA par zone géographique

Données financières (en M€)

	2014	2015 E	2016 E	2017 E
Chiffre d'affaires	1 852	1 952	2 086	2 227
EBIT	418	457	499	548
En % du chiffre d'affaires	22,6%	23,4%	23,9%	24,6%
Capitalisation boursière	7 735			
Valeur d'entreprise	7 460			
VE/CA	4,0x	3,8x	3,6x	3,3x
VE/EBIT	17,9x	16,3x	14,9x	13,6x

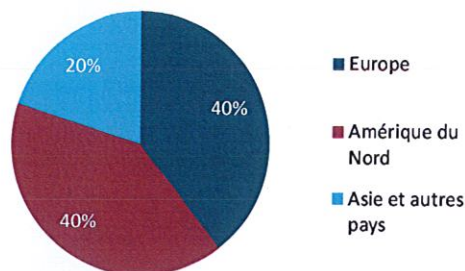


Fondé en 1869, le groupe GN Store est spécialisé dans le développement et la fabrication de solutions de communication mains libres (casques/oreillettes filaires et sans fil Bluetooth) à destination des professionnels comme du grand public, d'aides auditives et d'équipements de diagnostic audiolgique. Implanté dans 34 pays, le groupe compte 5 075 employés à fin 2014.

Répartition du CA par activité



Répartition du CA par zone géographique



Données financières (en M€)

	2014	2015 E	2016 E	2017 E
Chiffre d'affaires	984	1 156	1 261	1 354
EBIT	169	202	244	271
En % du chiffre d'affaires	17,2%	17,5%	19,4%	20,0%
Capitalisation boursière	2 559			
Valeur d'entreprise	2 862			

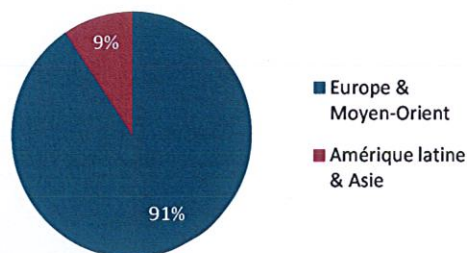
VE/CA	2,9x	2,5x	2,3x	2,1x
VE/EBIT	16,9x	14,2x	11,7x	10,6x

Fondé en 1891, le groupe GrandVision est spécialisé dans la distribution de produits optiques à travers un réseau de 5 814 magasins (enseignes Solaris, Apollo-Optik, Pearle, Eye Wish Opticiens, Générale d'Optique, GrandOptical...) implantés dans 43 pays. Au cours de l'exercice 2014, le nombre d'employés du groupe s'est élevé, en moyenne, à 25 776.

Répartition du CA par activité

N/A

Répartition du CA par zone géographique



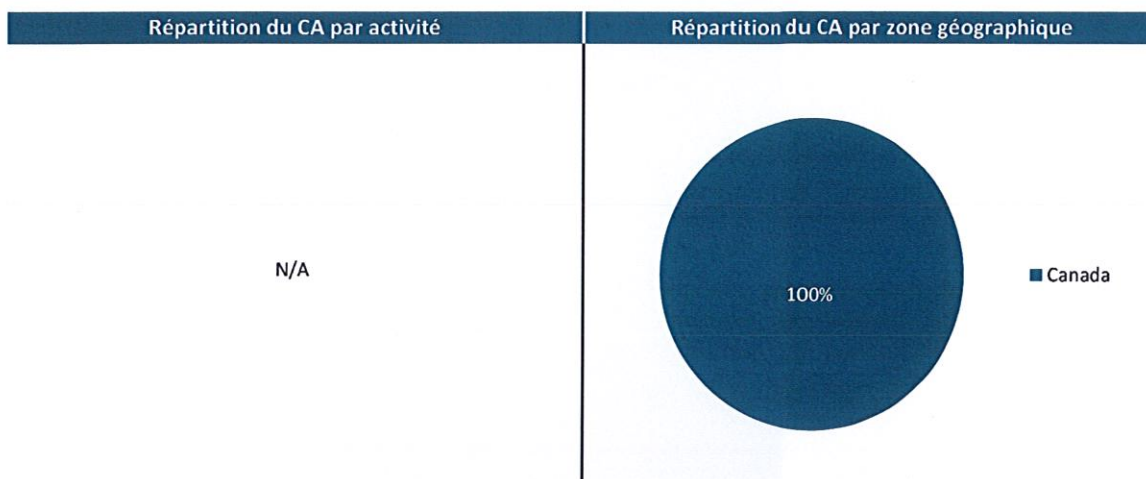
Données financières (en M€)

	2014	2015 E	2016 E	2017 E
Chiffre d'affaires	2 817	3 146	3 301	3 477
EBIT	384	432	466	507
En % du chiffre d'affaires	13,6%	13,7%	14,1%	14,6%
Capitalisation boursière	5 768			
Valeur d'entreprise	6 865			

VE/CA	2,4x	2,2x	2,1x	2,0x
VE/EBIT	17,9x	15,9x	14,7x	13,5x



Fondé en 2006, le groupe New Look Vision opère un réseau de 192 points de vente, tous situés au Canada, spécialisés en soins de la vue. Le groupe exploite également un laboratoire de fabrication de lentilles ophtalmiques. A fin 2014, le groupe compte 1 359 employés.



Données financières (en M€)				
	2014	2015 E	2016 E	2017 E
Chiffre d'affaires	94	118	124	131
EBIT	14	17	20	22
En % du chiffre d'affaires	15,0%	14,4%	16,2%	16,6%
Capitalisation boursière	247			
Valeur d'entreprise	286			
VE/CA	3,0x	2,4x	2,3x	2,2x
VE/EBIT	20,3x	16,8x	14,2x	13,1x



11, rue de Laborde - 75008 Paris

Tél. 33 (0) 1 40 08 99 50

Fax. 33 (0) 1 40 08 99 99

bma@bma-paris.com

www.bma-paris.com