

PROJET D'OFFRE PUBLIQUE DE RACHAT

INITIEE PAR



**PORTANT SUR 1 000 000 DE SES PROPRES ACTIONS
EN VUE DE LA REDUCTION DE SON CAPITAL**

Conseillée par Sodica ECM



Présentée par LCL



PROJET DE NOTE D'INFORMATION ETABLIE PAR AFONE PARTICIPATIONS

Prix unitaire de l'Offre : 9,20 euros par action

Durée de l'Offre : 22 jours calendaires

Le calendrier de l'Offre sera fixé par l'Autorité des Marchés Financiers conformément aux dispositions de son règlement général

Avis important

L'offre sera ouverte, conformément aux dispositions des articles 231-12 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers et R. 225-153 et R. 225-154 du Code de commerce, postérieurement d'une part, à la diffusion par Afone Participations d'un communiqué, indiquant que la résolution nécessaire à la réduction du capital par voie de rachat et annulation d'actions a été valablement adoptée par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires d'Afone Participations du 4 juillet 2018 et, d'autre part, à la publication des avis d'achat dans un journal d'annonces légales et au Bulletin des annonces légales obligatoires.



AUTORITÉ
DES MARCHÉS FINANCIERS

Le présent projet de note d'information a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« AMF ») le 27 juin 2018, conformément aux dispositions des articles 231-13, 231-16 et 231-18 de son règlement général.

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

Le présent projet de note d'information est disponible sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org), sur le site Internet d'Afone Participations (www.afoneparticipations.com), et peut être obtenu sans frais auprès de :

- AFONE PARTICIPATIONS, 11, place François Mitterrand, 49100 Angers ;
- SODICA CORPORATE FINANCE, 12, place des Etats-Unis, 92120 Montrouge ;
- CREDIT LYONNAIS, dont le siège social est 18, rue de la République, 69002 Lyon, et le siège central 20, avenue de Paris, 94811 Villejuif.

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables d'Afone Participations seront mises à la disposition du public selon les mêmes modalités, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre.

SOMMAIRE

1. PRESENTATION DE L'OFFRE	3
1.1. CONDITIONS GENERALES DE L'OFFRE	3
1.2. MOTIFS DE L'OFFRE ET INTENTIONS DE LA SOCIETE	3
1.2.1. Motifs de l'Offre	3
1.2.2. Répartition du capital et des droits de vote d'Afone Participations	4
1.2.3. Intentions de la Société pour les douze prochains mois à venir	4
1.3. CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE	5
1.3.1. Conditions de l'Offre	5
1.3.2. Termes de l'Offre	5
1.3.3. Titres visés par l'Offre	6
1.3.4. Mécanismes de réduction	6
1.3.5. Modalités de l'Offre	6
1.3.6. Transmission des demandes de rachat par les actionnaires	7
1.3.7. Règlement du prix – annulation des actions rachetées	7
1.3.8. Calendrier indicatif de l'Offre	8
1.3.9. Engagements des principaux actionnaires d'Afone Participations	9
1.3.10. Restrictions concernant l'Offre à l'étranger	9
1.4. REGIME FISCAL DE L'OFFRE	10
1.4.1. Personnes physiques résidentes fiscales françaises détenant les actions dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et ne réalisant pas d'opérations de bourse à titre habituel	10
1.4.2. Personnes morales résidentes fiscales françaises soumises à l'impôt sur les sociétés	13
1.4.3. Actionnaires non-résidents fiscaux de France	14
1.4.4. Autres situations	15
1.4.5. Droits d'enregistrement ou taxe sur les transactions financières	15
1.5. MODALITES DE FINANCEMENT ET FRAIS LIES A L'OFFRE	15
1.6. INCIDENCE DE L'OFFRE SUR L'ACTIONNARIAT, LES COMPTES ET LA CAPITALISATION BOURSIERE D'AFONE PARTICIPATIONS	16
1.6.1. Incidence sur la répartition du capital et des droits de vote	16
1.6.2. Incidence sur les comptes d'Afone Participations	17
1.6.3. Incidence sur la capitalisation boursière	17
1.6.4. Accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue	17
2. ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX OFFERT	18
2.1. METHODOLOGIE	18
2.1.1. Méthodes d'évaluation retenues	18
2.1.2. Méthodes écartées	18
2.1.3. Sources d'information	19
2.1.4. Données servant de base à la valorisation	19
2.2. METHODES RETENUES	20
2.2.1. Somme des parties	20
2.2.2. Analyse du cours de bourse	23
2.3. SYNTHESE DES ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX DE L'OFFRE	24
3. EXPERTISE INDEPENDANTE	25
4. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE	85
5. INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE	86
6. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE D'INFORMATION	87

1. PRESENTATION DE L'OFFRE

1.1. CONDITIONS GENERALES DE L'OFFRE

Le Conseil d'administration de la société Afone Participations, société anonyme au capital de 508 694,80 euros dont le siège social est situé à Angers, 11 place François Mitterrand (49100) et dont le numéro d'immatriculation est 411 068 737 RCS d'Angers (ci-après « **Afone Participations** » ou la « **Société** » ou l'« **Initiateur** ») a, dans sa séance du 23 mai 2018, décidé de soumettre à l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires d'Afone Participations convoquée pour le 4 juillet 2018 (l'« **Assemblée Générale Extraordinaire** »), une résolution relative à une réduction du capital de la Société d'un montant nominal maximal de 100 000 € par rachat d'un maximum de 1 000 000 d'actions de la Société de 0,10 euro de valeur nominal unitaire, par voie d'offre publique de rachat (ci-après l'« **Offre** ») en vue de leur annulation, en application des articles L. 225-204 et L. 225-207 du Code de commerce. Les actions de la Société sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext à Paris (ci-après « **Euronext Paris** ») sur le Compartiment C, sous le code ISIN FR0000044612.

Cette Offre est régie par les dispositions du titre III du livre II et plus particulièrement des articles 233-1 5° et suivants du règlement général de l'AMF.

L'Offre, au prix de 9,20 € par action Afone Participations, porte sur un maximum de 1 000 000 actions représentant, à la date du présent projet de note d'information, 19,66% du capital et 17,10% des droits de vote sur la base d'un nombre total de 5 086 948 actions et 8 060 841 droits de vote théoriques de la Société¹.

En application des dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, l'Offre est présentée par le Crédit Lyonnais (l'« **Etablissement Présentateur** » ou « **LCL** ») qui garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par la Société dans le cadre de l'Offre.

1.2. MOTIFS DE L'OFFRE ET INTENTIONS DE LA SOCIETE

1.2.1. Motifs de l'Offre

Suite à la cession d'une partie des activités Telecom Fixe à la société I.T.N France, et à celle des activités Sécurité à la société Sector Alarm France, qui s'inscrivent dans le cadre du repositionnement stratégique d'Afone Participations, cette dernière envisage de faire bénéficier ses actionnaires d'une partie des produits de cession perçus, qui représentent un montant global d'environ 15 millions d'euros, via un rachat d'actions.

Les actionnaires concertistes, qui voteront favorablement à la résolution relative à la réalisation d'une réduction de capital via le lancement d'une offre publique de rachat lors de l'Assemblée Générale Extraordinaire convoquée pour le 4 juillet 2018, se sont engagés à ne pas participer à cette Offre afin d'offrir une liquidité à l'ensemble des autres actionnaires souhaitant apporter leurs titres (sous réserve des restrictions concernant l'Offre à l'étranger exposées au paragraphe 1.3.10).

Le prix de l'Offre fait apparaître une prime de 10,2% par rapport au cours de clôture du 29 mai 2018, dernier jour de négociation précédant l'annonce du projet d'Offre, après prise en compte du paiement du solde de dividende 2017 effectué le 5 juin 2018. Il fait également apparaître une prime de 10,3% et 16,1% par rapport au cours moyen pondéré par les volumes, sur une période de 3 mois et de 12 mois, respectivement, précédant le 29 mai 2018.

¹ Au 26 juin 2018, calculés conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF et en tenant compte de 445 713 actions auto-détenues.

1.2.2. Répartition du capital et des droits de vote d'Afone Participations

A la connaissance de l'Initiateur, la répartition du capital et des droits de vote d'Afone Participations, à la date de dépôt du présent projet de note d'information, est la suivante :

Répartition du capital et des droits de vote d'Afone Participations au 26 juin 2018

	Nb actions	% capital	Nb droits de vote	% droits de vote
FL Finance ⁽¹⁾	2 616 276	51,43%	5 232 552	64,91%
Awys ⁽²⁾	715 063	14,06%	1 430 126	17,74%
Eric Durand-Gasselin	9 900	0,19%	19 800	0,25%
Famille Durand-Gasselin	724 963	14,25%	1 449 926	17,99%
Total Concert	3 341 239	65,68%	6 682 478	82,90%
Auto-détention	445 713	8,76%	-	-
Actionnaires au nominatif	79 292	1,56%	157 659	1,96%
Public	1 220 704	24,00%	1 220 704	15,14%
Total	5 086 948	100,00%	8 060 841	100,00%

⁽¹⁾ Contrôlée par la famille Fournier

⁽²⁾ Contrôlée par la famille Durand-Gasselin

1.2.3. Intentions de la Société pour les douze prochains mois à venir

- *Stratégie et orientation en matière d'activité*

L'Offre n'entraîne pas de changement de contrôle de la Société. Les familles Fournier et Durand-Gasselin resteront indirectement les actionnaires majoritaires d'Afone Participations.

Afone Participations n'a pas l'intention, à l'issue de l'Offre, de modifier substantiellement la stratégie de la Société. Il est prévu de poursuivre le développement d'Afone Participations dans ses métiers actuels et l'Offre ne devrait avoir aucun impact sur la politique commerciale, industrielle et financière de l'entreprise. Il est précisé, en tant que de besoin, que l'Initiateur ne projette aucune restructuration à l'issue de cette Offre.

- *Composition des organes sociaux et de direction après l'Offre*

La réalisation de l'Offre n'entraînera pas de changement au sein des organes sociaux et de la direction générale d'Afone Participations.

- *Conséquence en matière d'emploi*

Aucun changement n'est attendu en matière d'emploi du fait de l'Offre.

- *Actions auto-détenues*

La Société détient 445 713 de ses propres actions provenant de rachats par cette dernière dans le cadre du programme de rachat approuvé par les actionnaires réunis en assemblée générale mixte le 15 juin 2017.

Ces rachats ont été interrompus en février 2018, le prix maximum de rachat n'ayant jamais dépassé 8,25 €.

La Société ne procédera pas préalablement ou concomitamment à l'Offre à l'annulation des actions rachetées dans le cadre de son programme de rachat d'actions, mais se réservera, cependant, la possibilité de procéder à une telle annulation conformément à l'autorisation qui lui a été octroyée par l'assemblée générale le 30 mai 2018 et à la réglementation applicable, postérieurement à la clôture de l'Offre.

- *Statut juridique de la Société*

La Société n'envisage pas d'apporter de modifications à ses statuts à la suite de l'Offre, à l'exception de celles requises afin de refléter les conséquences de la réalisation de la réduction de capital consécutive à la réalisation de l'Offre.

- *Intention concernant la cotation des actions de la Société à l'issue de l'Offre*

La Société n'a pas l'intention de demander la radiation de ses actions d'Euronext Paris à l'issue de l'Offre.

Les actionnaires concertistes ont déclaré ne pas avoir l'intention de déposer une offre publique de retrait, ni de demander la radiation des actions Afone Participations d'Euronext Paris à l'issue de l'Offre.

- *Distribution de dividendes*

La future politique de distribution de dividendes de la Société sera déterminée en fonction de ses projets de développement et de sa capacité distributive, dans le respect des dispositions légales, réglementaires et statutaires applicables.

- *Synergies, gains économiques et perspectives d'une fusion*

S'agissant d'une offre publique de rachat par Afone Participations de ses propres actions en vue de leur annulation, l'Offre ne s'inscrit pas dans un projet de rapprochement avec d'autres sociétés. En conséquence, elle n'entraîne la réalisation d'aucune synergie ou gain économique.

1.3. CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE

1.3.1. Conditions de l'Offre

En application des dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, LCL, agissant pour le compte d'Afone Participations, a déposé le Projet d'Offre auprès de l'AMF. L'offre sera mise en œuvre sous réserve de l'approbation, par l'Assemblée Générale Extraordinaire, de la résolution relative à la décision de la Société de procéder à une réduction de capital d'un montant nominal maximum de 100 000 € par rachat d'au maximum 1 000 000 de ses propres actions par voie d'offre publique de rachat, en vue de leur annulation.

Conformément à l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, LCL garantit la teneur et la caractère irrévocable des engagements pris par Afone Participations dans le cadre de l'Offre.

1.3.2. Termes de l'Offre

A l'issue de l'Assemblée Générale Extraordinaire, et sous réserve qu'elle ait approuvée la résolution nécessaire, la Société proposera à ses actionnaires de racheter en numéraire au prix de 9,20 € par action, par voie d'offre publique de rachat d'actions, un nombre maximum de 1 000 000 d'actions de la Société en vue de leur annulation, en application des articles L. 225-204 et L. 225-207 du Code de commerce.

La Société diffusera le 5 juillet 2018, dans les conditions de l'article 231-37 du règlement général de l'AMF, un communiqué indiquant si la résolution ci-dessus a été approuvée par ladite Assemblée Générale Extraordinaire. Ce communiqué sera mis en ligne sur le site Internet de la Société (<http://www.afoneparticipations.com>).

1.3.3. Titres visés par l'Offre

A la date de la présente note d'information, le capital de la Société est composé de 5 086 948 actions et 8 060 841 droits de vote théoriques.

Comme indiqué ci-avant, à la date du présent projet de note d'information, l'Offre porte sur un nombre maximum de 1 000 000 d'actions, soit 19,66% du capital et 17,10% des droits de vote sur la base d'un nombre total de 5 086 948 actions et 8 060 841 droits de vote théoriques de la Société².

1.3.4. Mécanismes de réduction

Dans le cas où le nombre d'actions apportées par les actionnaires à l'Offre serait supérieur au nombre d'actions visées par l'Offre, il sera procédé, pour chaque actionnaire vendeur, à une réduction proportionnelle au nombre d'actions dont il justifie être propriétaire ou titulaire, conformément aux dispositions de l'article R. 225-155 du Code de commerce.

Par conséquent, lors de leur demande de rachat, les actionnaires devront faire immobiliser les actions non présentées au rachat et dont ils auront déclaré être propriétaires sur le compte tenu par leur intermédiaire financier jusqu'à la date de publication du résultat de l'Offre, ces dernières étant, le cas échéant, prises en compte pour le calcul de la réduction des demandes de rachat.

Les actions qui ne seront pas acceptées dans le cadre de l'Offre en raison de ce mécanisme de réduction seront restituées aux actionnaires.

1.3.5. Modalités de l'Offre

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, LCL, agissant pour le compte de la Société, a déposé le 27 juin 2018 auprès de l'AMF le projet d'Offre, dont la mise en œuvre est subordonnée à l'approbation par l'Assemblée Générale Extraordinaire de la résolution relative à la réduction du capital par rachat d'actions par voie d'offre publique de rachat en vue de leur annulation.

Conformément aux dispositions de l'article 231-16 du règlement général de l'AMF, un communiqué de presse précisant les modalités de mise à disposition du projet de note d'information auprès du public par la Société, sera diffusé le 28 juin 2018.

L'Offre et le présent projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF qui publiera une décision de conformité de l'Offre après en avoir vérifié la conformité avec les dispositions légales et réglementaires. Cette décision de conformité emportera visa de la note d'information.

L'Offre sera ouverte le 13 juillet 2018 après diffusion par la Société, prévue le 5 juillet 2018, d'un communiqué de presse dans les conditions de l'article 231-37 du règlement général de l'AMF indiquant que la résolution nécessaire à la réduction du capital par rachat d'actions par voie d'offre publique de rachat en vue de leur annulation a été valablement adoptée par l'Assemblée Générale Extraordinaire, et postérieurement à la publication par la Société, prévue le 8 juillet 2018, des avis d'achat visés aux articles R 226-153 et R 225-154 du Code de commerce.

Le calendrier indicatif figure en section 1.3.8 ci-après.

Conformément à l'article 231-27 du règlement général de l'AMF, la note d'information visée par l'AMF sera mise à disposition gratuitement au siège de la Société, 11, place François Mitterrand, 49100 Angers, ainsi qu'auprès du Conseil financier et de l'Etablissement Présentateur dont les coordonnées figurent ci-avant. Elle sera également mise en ligne sur les sites Internet de la Société et de l'AMF. Conformément à l'article 231-27, la Société diffusera un communiqué précisant les modalités de mise à disposition de ce document.

² Au 26 juin 2018, calculés conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF

En application de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre, les autres informations relatives à la Société (notamment juridique, comptables et financières) seront mises à disposition gratuitement et diffusées dans les mêmes conditions.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF et Euronext Paris publieront respectivement un avis d'ouverture et de calendrier et un avis annonçant les modalités de l'Offre et son calendrier. L'Offre sera ouverte pendant une durée de 22 jours calendaires. Elle sera centralisée par Euronext Paris.

1.3.6. Transmission des demandes de rachat par les actionnaires

Les actionnaires d'Afone Participations qui souhaiteraient apporter leurs titres à l'Offre dans les conditions proposées devront remettre un ordre d'apport à l'Offre suivant les modalités retenues par l'intermédiaire financier auprès duquel leurs actions sont inscrites en compte.

Les ordres d'apport à l'Offre devront être transmis par les actionnaires à leur intermédiaire financier, au plus tard le dernier jour de l'Offre, étant précisé que ces ordres d'apport pourront être révoqués à tout moment jusqu'à la clôture de l'Offre, date au-delà de laquelle ils deviendront irrévocables.

Les actions Afone Participations inscrites au nominatif pur dans les registres de la Société tenus par Caceis Corporate Trust, 14 rue Rouget de Lisle, 92862 Issy les Moulineaux Cedex 9, devront être converties au nominatif administré pour être apportées à l'Offre, à moins que leur titulaire ne demande la conversion au porteur, auquel cas ces actions perdront les avantages attachés à la forme nominative. En conséquence, pour répondre à l'Offre, les détenteurs d'actions inscrites au nominatif pur dans les registres de la Société devront demander dans les meilleurs délais la conversion de leurs actions au nominatif administré ou au porteur.

Il est rappelé que lors de leur demande de rachat, les actionnaires devront faire immobiliser les actions non présentées au rachat et dont ils auront déclaré être propriétaires sur le compte tenu par leur intermédiaire financier jusqu'à la date de publication du résultat de l'Offre, ces derniers étant, le cas échéant, prises en compte pour le calcul de la réduction des demandes de rachat.

Les éventuels frais dus par les actionnaires apportant leurs actions à l'Offre ne seront pas pris en charge par la Société.

Les actions présentées à l'Offre devront être libres de tout gage, nantissement ou restriction de quelque nature que ce soit.

1.3.7. Règlement du prix – annulation des actions rachetées

L'Offre sera centralisée par Euronext Paris. Le paiement du prix de l'Offre de 9,20 € par action rachetée dans le cadre de l'Offre interviendra à l'issue de la centralisation et de la publication des résultats de l'Offre, selon le calendrier de règlement livraison de l'Offre publié par Euronext Paris et après purge de toute opposition des créanciers et expiration du délai prévu à l'article L.225-205 du Code de commerce.

Les actions rachetées dans le cadre de l'Offre seront annulées par Afone Participations dans les conditions prévues par l'article R. 225-158 du Code de commerce. Les actions annulées ne conféreront plus aucun droit social et ne donneront, notamment, plus droit aux dividendes ou acomptes sur dividendes.

1.3.8. Calendrier indicatif de l'Offre

27 juin 2018	Dépôt du projet d'Offre et du projet de note d'information auprès de l'AMF
28 juin 2018	Publication de l'avis de dépôt par l'AMF
	Diffusion par la Société d'un communiqué annonçant les principales caractéristiques de l'Offre
	Mise en ligne sur le site de l'AMF et de la Société du projet de note d'information incluant le rapport de l'expert indépendant
	Mise à disposition du public du projet de note d'information au siège social de la Société et auprès de l'Etablissement Présentateur
	Diffusion par la Société d'un communiqué relatif à la mise à disposition du projet de note d'information (article 231-16 du règlement général de l'AMF)
4 juillet 2018	Assemblée Générale Extraordinaire décidant la réduction de capital
5 juillet 2018	Diffusion par la Société d'un communiqué annonçant l'approbation de la réduction de capital par l'Assemblée Générale Extraordinaire, levant la condition de l'Offre
	Publication sous forme d'avis financier d'un communiqué de presse, dans les conditions de l'article 231-37 du règlement général de l'AMF, indiquant que la résolution nécessaire à la réduction du capital par rachat d'actions par voie d'offre publique de rachat en vue de leur annulation a été valablement adoptée par l'Assemblée Générale
	Dépôt au greffe du Tribunal de commerce de Paris du procès-verbal de l'Assemblée Générale Extraordinaire
	Début du délai d'opposition des créanciers (20 jours calendaires)
8 juillet 2018	Publication des avis d'achat dans un journal d'annonces légales et au Bulletin des annonces légales obligatoires conformément aux articles R 225-153 et R 225-154 du Code de commerce
10 juillet 2018	Publication de la déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa sur la note d'information
11 juillet 2018	Mise en ligne de la note d'information incluant le rapport de l'expert indépendant visée par l'AMF sur les sites internet de la Société et de l'AMF
	Mise à disposition du public de la note d'information visée par l'AMF au siège social de la Société et auprès de l'Etablissement Présentateur
	Diffusion par la Société d'un communiqué de mise à disposition de la note d'information visée par l'AMF (article 231-27 du règlement général de l'AMF)
	Dépôt auprès de l'AMF du document comprenant les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, comptables et financières de la Société prévu à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF
	Mise en ligne sur le site internet de l'AMF et de la Société du document comprenant les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, comptables et financières de la Société prévu à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF

Mise à disposition du public du document comprenant les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, comptables et financières de la Société prévu à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF au siège social de la Société et auprès de l'Etablissement Présentateur

Diffusion par la Société d'un communiqué annonçant la mise à disposition du public du document comprenant les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, comptables et financières de la Société prévu à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF (article 231-28 du règlement général de l'AMF)

12 juillet 2018	Publication par l'AMF de l'avis d'ouverture et de calendrier
	Publication par Euronext Paris de l'avis relatif aux modalités de l'Offre et à son calendrier
	Expiration du délai d'opposition des créanciers
13 juillet 2018	Ouverture de l'Offre
3 août 2018	Clôture de l'Offre
9 août 2018	Publication par l'AMF des résultats de l'Offre
	Publication par Euronext de l'avis relatif au résultat de l'Offre et aux modalités du Règlement-Livraison
13 août 2018	Règlement-Livraison des actions apportées à l'Offre

1.3.9. Engagements des principaux actionnaires d'Afone Participations

Les actionnaires concertistes de contrôle n'apporteront pas leurs titres à l'Offre, soit 3 341 239 actions.

A l'exception des engagements décrits ci-dessus, la Société n'a connaissance d'aucun engagement d'apport ou de non apport à l'Offre.

1.3.10. Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

L'Offre est faite aux actionnaires d'Afone Participations situés en France et hors de France, à condition que le droit local auquel ils sont soumis leur permette de participer à l'Offre sans nécessiter de la part de la Société l'accomplissement de formalités supplémentaires.

La diffusion du présent document, l'Offre, l'acceptation de l'Offre, ainsi que la livraison des actions peuvent, dans certains pays, faire l'objet d'une réglementation spécifique ou de restrictions. L'Offre n'est pas ouverte ou soumise au contrôle et/ou à l'autorisation d'une quelconque autorité réglementaire, ailleurs qu'en France et aucune démarche ne sera effectuée en ce sens. Ni le présent document, ni aucun autre document relatif à l'Offre ne constituent une offre en vue de vendre ou d'acquérir des titres financiers ou une sollicitation en vue d'une telle offre dans un quelconque pays où ce type d'offre ou de sollicitation serait illégale, ne pourrait être valablement faite, ou requerrait la publication d'un prospectus ou l'accomplissement de toute autre formalité en application du droit local. Les actionnaires de la Société situés ailleurs qu'en France ne peuvent participer à l'Offre que dans la mesure où une telle participation est autorisée par le droit local auquel ils sont soumis ; l'Offre n'est donc pas faite à des personnes soumises à de telles restrictions, directement ou indirectement, et ne pourra en aucune manière faire l'objet d'une acceptation depuis un pays dans lequel elle fait l'objet de telles restrictions.

En conséquence, les personnes en possession du présent document sont tenues de se renseigner sur les restrictions locales éventuellement applicables et de s'y conformer. Le non-respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables en matière boursière. La Société décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne de ces restrictions.

En particulier, l'Offre n'est pas faite, directement ou indirectement, aux Etats-Unis, à des personnes se trouvant aux Etats-Unis, par les moyens des services postaux ou par tout moyen de communications (y compris, sans limitation, les transmissions par télécopie, télex, téléphone et courrier électronique) des Etats-Unis ou par l'intermédiaire des services d'une bourse de valeurs des Etats-Unis. En conséquence, aucun exemplaire ou copie du présent document, et aucun autre document relatif à celui-ci ou à l'Offre, ne pourra être envoyé par courrier, ni communiqué, ni diffusé par un intermédiaire ou toute autre personne aux Etats-Unis de quelque manière que ce soit.

Aucun actionnaire d'Afone Participations ne pourra apporter ses actions à l'Offre s'il n'est pas en mesure de déclarer (i) qu'il n'a pas reçu aux Etats-Unis de copie de la présente note d'information ou de tout autre document relatif à l'Offre, et qu'il n'a pas envoyé de tels documents aux Etats-Unis, (ii) qu'il n'a pas utilisé, directement ou indirectement, les services postaux, les moyens de télécommunications ou autres instruments de commerce ou les services d'une bourse de valeurs des Etats-Unis en relation avec l'Offre (iii) qu'il n'était pas sur le territoire des Etats-Unis lorsqu'il a accepté les termes de l'Offre ou, transmis son ordre d'apport de titres et (iv) qu'il n'est ni agent ni mandataire agissant pour un mandant autre qu'un mandant lui ayant communiqué ses instructions en dehors des Etats-Unis. Les intermédiaires habilités ne pourront pas accepter des ordres d'apport de titres qui n'auront pas été effectués en conformité avec les dispositions ci-dessus.

1.4. REGIME FISCAL DE L'OFFRE

L'attention des actionnaires est attirée sur le fait que les informations contenues dans la présente section du présent projet de note d'information ne constituent qu'un résumé du régime fiscal applicable aux actionnaires de la Société participant à l'Offre et ne sont données qu'à titre d'information générale : elles n'ont pas vocation à constituer une analyse exhaustive des conséquences fiscales susceptibles de s'appliquer à eux.

Les informations fiscales mentionnées dans la présente section sont fondées sur la législation fiscale française en vigueur à ce jour et sont donc susceptibles d'être affectées par d'éventuelles modifications législatives et réglementaires (assorties le cas échéant d'un effet rétroactif) ou par un changement dans leur interprétation par l'administration fiscale française.

Il est recommandé aux actionnaires de s'assurer, auprès d'un conseiller fiscal habilité, de la fiscalité s'appliquant à leur cas particulier.

Les non-résidents fiscaux français doivent de plus se conformer à la législation fiscale en vigueur dans leur Etat de résidence fiscale, en tenant compte, le cas échéant, de l'application d'une convention fiscale internationale signée entre la France et cet Etat.

La réception de somme d'argent, dans le cadre de l'Offre, par un actionnaire américain d'Afone Participations peut constituer une opération imposable soumise à l'impôt sur le revenu américain et soumise aux lois américaines et locales applicables. Chaque actionnaire d'Afone Participations, situé ou résidant aux Etats-Unis, doit consulter son conseiller professionnel indépendant s'il accepte l'Offre, et notamment, sans que ceci soit limitatif, sur les conséquences fiscales associées à son choix de participer à l'Offre.

1.4.1. Personnes physiques résidentes fiscales françaises détenant les actions dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et ne réalisant pas d'opérations de bourse à titre habituel

Les personnes physiques qui réaliseraient des opérations de bourse dans des conditions analogues à celles qui caractérisent une activité exercée par une personne se livrant à titre professionnel à ce type d'opérations et celles détenant des actions acquises dans le cadre d'un plan d'épargne d'entreprise ou de groupe ou au titre d'un dispositif d'actionnariat salarié (options, actions gratuites) sont invitées à s'assurer, auprès de leur conseiller fiscal habituel, de la fiscalité s'appliquant à leur cas particulier.

Régime de droit commun

Impôt sur le revenu des personnes physiques

En application des dispositions des articles 150-0 A et suivants et de l'article 200 A du Code Général des Impôts (« **CGI** »), depuis le 1er janvier 2018, les gains nets de cession des valeurs mobilières et droits assimilés réalisés par des personnes physiques sont en principe soumis au prélèvement forfaitaire unique (« **PFU** ») au taux de 12,8%. Les abattements proportionnels pour durée de détention sur les gains nets de cessions de valeurs mobilières et droits assimilés acquis avant le 1er janvier 2018 ne sont pas applicables.

Toutefois, en application des dispositions du 2 de l'article 200 A du CGI, les gains nets de cession des valeurs mobilières et droits assimilés réalisés par des personnes physiques peuvent, par dérogation à l'application du PFU, et sur option expresse et irrévocable du contribuable, être pris en compte pour la détermination du revenu net global soumis au barème progressif de l'impôt sur le revenu après application, s'agissant des actions acquises avant le 1er janvier 2018, d'un abattement pour une durée de détention de droit commun prévu à l'article 150-0 D 1 ter du CGI et sous réserve que les conditions de l'abattement renforcé prévu à l'article 150-0 D 1 quater A ne soient pas remplies, égal à :

- 50% de leur montant lorsque les actions sont détenues depuis au moins deux ans et moins de huit ans, à la date du rachat ;
- 65% de leur montant lorsque les actions sont détenues depuis au moins huit ans, à la date du rachat.

Sauf exceptions, la durée de détention est décomptée à partir de la date de souscription ou d'acquisition des actions cédées. En tout état de cause, les plus-values de cession de titres acquis ou souscrits à compter du 1^{er} janvier 2018 sont exclues du champ d'application des abattements. L'option est globale et porte sur l'ensemble des revenus, gains nets, profits et créances entrant dans le champ d'application du PFU. Elle est exercée chaque année lors du dépôt de la déclaration de revenus et au plus tard avant la date limite de déclaration.

Les personnes disposant de moins-values nettes reportables, ayant réalisé des moins-values au cours de l'année de cession de leurs actions dans le cadre de l'Offre, ou réalisant une moins-value lors de la cession des actions dans le cadre de l'Offre sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel pour étudier les conditions d'utilisation de ces moins-values.

L'apport des actions à l'Offre aura pour effet de mettre fin à un éventuel report ou sursis d'imposition dont auraient pu bénéficier les actionnaires dans le cadre d'opérations antérieures à raison des mêmes actions apportées à l'Offre.

Prélèvements sociaux

Les gains nets de cession d'actions sont également soumis (avant application de l'abattement pour durée de détention décrit ci-dessus en cas d'option pour le barème progressif s'agissant des actions acquises avant le 1^{er} janvier 2018) aux prélèvements sociaux au taux global de 17,2% répartis comme suit :

- 9,9% au titre de la contribution sociale généralisée (« **CSG** ») dont 5,1% sont déductibles du revenu imposable à l'impôt sur le revenu ;
- 0,5% au titre de la contribution pour le remboursement de la dette sociale (« **CRDS** ») non déductible du revenu imposable à l'impôt sur le revenu ;
- 4,5% au titre du prélèvement social et 0,3% au titre de la contribution additionnelle au prélèvement social, non déductibles du revenu imposable à l'impôt sur le revenu, et
- 2% au titre du prélèvement de solidarité non déductible du revenu imposable à l'impôt sur le revenu.

Ces prélèvements sociaux ne sont pas déductibles du revenu imposable soumis au PFU. Pour les gains nets de cession d'actions soumis sur option au barème progressif de l'impôt, la CSG est déductible à hauteur de 6,8% du revenu global imposable l'année de son paiement.

Contributions exceptionnelles sur les hauts revenus

L'article 223 sexies du CGI institue à la charge des contribuables passibles de l'impôt sur le revenu une contribution exceptionnelle sur les hauts revenus applicable lorsque le revenu fiscal de référence du contribuable concerné excède certaines limites.

Cette contribution, assise sur le revenu fiscal de référence du contribuable, est calculée en appliquant un taux de :

- 3% à la fraction du revenu fiscal de référence comprise entre 250 001 et 500 000 euros pour les contribuables célibataires, veufs, séparés ou divorcés et à la fraction du revenu fiscal de référence comprise entre 500 001 et 1 000 000 euros pour les contribuables soumis à imposition commune ; et
- 4% à la fraction du revenu fiscal de référence supérieure à 500 000 euros pour les contribuables célibataires, veufs, séparés ou divorcés et à la fraction du revenu fiscal de référence supérieure à 1 000 000 euros pour les contribuables soumis à imposition commune.

Le revenu fiscal de référence du foyer fiscal dont il est fait mention ci-dessus, est défini conformément aux dispositions du 1° du IV de l'article 1417 du CGI, après application éventuelle des règles de quotient définies à l'article 163-0 A du CGI.

Le revenu fiscal de référence visé comprend notamment les gains nets de cession d'actions réalisés par les contribuables concernés retenus pour l'établissement de l'impôt sur le revenu, (avant application, le cas échéant, de l'abattement pour durée de détention mentionné ci-avant en cas d'option pour le barème progressif).

Régime spécifique applicable au Plan d'Epargne en Actions (« PEA »)

Les personnes qui détiennent leurs actions de la Société dans un PEA pourront participer à l'Offre.

Sous certaines conditions, les produits et plus-values générés par les placements effectués dans le cadre du PEA ne sont pas soumis à l'impôt sur le revenu ou aux prélèvements sociaux à condition d'être réinvestis dans le PEA.

Lors de la clôture du PEA (si elle intervient plus de cinq ans après la date d'ouverture du PEA, laquelle s'entend de la date du premier versement, y compris en cas de retrait partiel intervenant après cinq ans et avant huit ans) ou lors d'un retrait partiel (s'il intervient plus de huit ans après la date d'ouverture du PEA), le gain net réalisé depuis l'ouverture du plan bénéficie d'une exonération d'impôt sur le revenu et n'est pas pris en compte pour l'application de la contribution exceptionnelle sur les hauts revenus précitée mais reste soumis aux prélèvements sociaux décrits ci-dessus, à un taux global susceptible de varier selon la date à laquelle le gain a été constaté.

Des dispositions particulières, non décrites dans le cadre du présent projet de note d'information, sont applicables en cas de réalisation de moins-values, de clôture de plan avant l'expiration de la cinquième année qui suit l'ouverture du PEA, ou en cas de sortie du PEA sous forme de rente viagère.

Les personnes détenant leurs actions dans le cadre d'un PEA et souhaitant participer à l'Offre sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel afin de déterminer les conséquences de la cession des actions figurant sur leur PEA dans le cadre de l'Offre et le régime fiscal d'une telle cession.

1.4.2. Personnes morales résidentes fiscales françaises soumises à l'impôt sur les sociétés

Les actionnaires personnes morales résidentes fiscales françaises participant à l'Offre réaliseront un gain ou une perte, égal à la différence entre le montant perçu par l'actionnaire et le prix de revient fiscal des actions rachetées. Ce gain (ou cette perte) sera soumis au régime fiscal des plus-values (ou des moins-values).

Régime de droit commun

Les plus-values et moins-values réalisées à l'occasion de la cession d'actions dans le cadre de l'Offre seront en principe comprises (sauf régime particulier) dans le résultat soumis à l'impôts sur les sociétés au taux de droit commun

Ce taux est actuellement fixé à 28% pour la fraction des bénéfices inférieure ou égale à 500 000 euros et 33,1/3% pour la fraction des bénéfices excédant 500 000 euros.

S'y ajoutent le cas échéant, (i) une contribution sociale de 3,3% (article 235 ter ZC du CGI), qui s'applique au montant de l'impôt sur les sociétés diminué d'un abattement de 763 000 euros par période de 12 mois, (ii) pour les sociétés (x) ayant un chiffre d'affaires supérieur à 1.000.000.000 euros, et (y) clôturant leur exercice au 30 décembre 2018 au plus tard, une contribution exceptionnelle qui serait égale, à 15% de l'impôt sur les sociétés, et (iii) pour les sociétés (x) ayant un chiffre d'affaires supérieur à 3.000.000.000 euros, et (y) clôturant leur exercice au 30 décembre 2018 au plus tard, une contribution additionnelle à la contribution exceptionnelle qui serait égale à 15% de l'impôt sur les sociétés. Les contributions exceptionnelles ayant la même assiette imposable, les entreprises ayant un chiffre d'affaires supérieur à 3.000.000.000 euros seraient en pratique assujetties à une imposition supplémentaire représentant 30% de leur impôt sur les sociétés. Pour ces dernières, le taux effectif d'impôt sur les sociétés s'élèverait ainsi à 44.43%.

Les sociétés dont les chiffres d'affaires (hors taxes) est inférieur à 7 630 000 euros et dont le capital social, entièrement libéré, est détenu, pendant toute la durée de l'exercice concerné, pour 75% au moins par des personnes physiques ou par des sociétés remplissant elles-mêmes ces conditions :

- sont exonérées de la contribution de 3,3% ; et
- bénéficient d'un taux réduit d'impôt sur les sociétés de 15% pour la fraction de leur bénéfice comprise entre 0 et 38 120 euros pour une période de 12 mois.

Par ailleurs, la loi de finances pour 2017 prévoit que pour les exercices ouverts entre le 1^{er} janvier 2017 et le 31 décembre 2017 (inclus), le taux de l'impôt sur les sociétés est ramené à 28% pour les sociétés répondant à la définition des petites et moyennes entreprises figurant à l'annexe I du règlement 651/2014 de l'Union Européenne, pour la fraction de leur bénéfice n'excédant pas 75.000 euros, et pour les entreprises satisfaisant aux conditions visées au paragraphe précédent, pour la fraction de leur bénéfice comprise entre 38.120 euros et 75.000 euros.

La loi de finances pour 2018 prévoit que pour les exercices ouverts à compter du 1^{er} janvier 2018, le taux de l'impôt sur les sociétés est de 28% pour toutes les entreprises, mais uniquement à hauteur de la fraction des bénéfices n'excédant pas 500.000 euros et, de 33,1/3% pour les bénéfices excédant ce montant.

Les moins-values réalisées lors de cession d'actions viennent en principe (et sauf régime particulier) en déduction des résultats imposables à l'impôt sur les sociétés de la personne morale.

Il est enfin précisé que (i) certains des seuils mentionnés ci-dessus suivent des règles spécifiques si le contribuable est membre d'un groupe fiscal et que (ii) l'apport des actions à l'Offre est susceptible d'avoir pour effet de mettre fin à un éventuel report ou sursis d'imposition dont auraient pu bénéficier les titulaires de ces actions dans le cadre d'opérations antérieures et/ou de remettre en cause des réductions d'impôt spécifiques.

Régime spécial des plus-values à long terme (plus-value de cession des titres de participation)

Les commentaires ci-dessous concernent les personnes morales pour lesquelles les actions de la Société revêtent le caractère de titres de participation au sens de l'article 219 I-a quinquies du CGI.

Constituent des titres de participation au sens de l'article 219 I-a quinquies du CGI, les plus-values nettes réalisées à l'occasion de la cession d'actions répondant à la qualification de « titres de participation » au sens dudit article et détenues depuis au moins deux ans à la date de la cession sont exonérées d'impôt sur les sociétés, d'une quote-part de frais et charges égale à 12% du montant brut des plus-values réalisées. Cette réintégration est soumise à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun (actuellement 28% ou 33,1/3% selon les cas) majoré, le cas échéant, de la contribution sociale de 3,3%.

Pour l'application des dispositions de l'article 219 I-a quinquies du CGI, constituent des titres de participation les actions revêtant ce caractère sur le plan comptable, et sous réserve que ces titres soient inscrits en comptabilité au compte de titres de participation ou à une subdivision spéciale d'un autre compte du bilan correspondant à leur qualification comptable (a) les actions acquises en exécution d'une offre publique d'achat ou d'échange par l'entreprise qui en est l'initiatrice, ainsi que (b) les titres ouvrant droit au régime fiscal des sociétés mères (tel que défini aux articles 145 et 216 du CGI) à condition dans ce cas de représenter au moins 5% des droits de vote de la société émettrice, à l'exception des titres de sociétés à prépondérance immobilière (tels que définis à l'article 219 I-a, al. 3 du CGI).

Conformément aux dispositions de l'article 219 I-a quinquies du CGI, les plus-values nettes réalisées à l'occasion de la cession d'actions répondant à la qualification de « titres de participation » et détenues depuis au moins deux ans au jour de la cession seront exonérées d'impôt sur les sociétés, sous réserve de la réintégration, dans les résultats imposables au taux normal de l'impôt sur les sociétés, d'une quote-part de frais et charges égale à 12% du montant brut des plus-values réalisées.

Les moins-values nettes à long terme ne seront pas déductibles du résultat imposable.

Les personnes susceptibles d'être concernées sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel afin de s'assurer que les actions qu'elles détiennent constituent des « titres de participation » au sens de l'article 219 I-a quinquies du CGI.

Les conditions d'utilisation et de report des moins-values à long terme obéissent à des règles spécifiques et les contribuables sont invités à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel à ce titre.

1.4.3. Actionnaires non-résidents fiscaux de France

Sous réserve des dispositions des conventions fiscales internationales éventuellement applicables, les plus-values de rachat des actions dans le cadre de l'Offre réalisées par des personnes physiques qui ne sont pas fiscalement domiciliées en France au sens de l'article 4 B du CGI, ou des personnes morales dont le siège social est situé hors de France, seront exonérées d'impôt en France, sous réserve (i) que ces plus-values ne soient pas rattachables à un établissement stable ou une base fixe soumis à l'impôt en France, et (ii) que les droits détenus, directement ou indirectement, par le cédant avec son conjoint, leurs ascendants ou leurs descendants, dans les bénéfices sociaux de la société dont les titres sont cédés n'aient, à aucun moment au cours des cinq années précédant la cession (articles 244 *bis* B et C du CGI).

Toutefois, et sous réserve de l'application des conventions fiscales, et quel que soit le pourcentage de droits détenus dans les bénéfices de la société dont les titres sont cédés, ces plus-values sont imposées au taux forfaitaire de 75%, lorsqu'elles sont réalisées par des personnes ou organismes domiciliés, établis ou constitués hors de France dans un ETNC au sens de l'article 238-0 A du CGI (article 244 *bis* B du CGI) et dont la liste est publiée par arrêté ministériel.

Les actionnaires de la Société non-résidents fiscaux de France sont invités à étudier leur situation fiscale particulière avec leur conseiller fiscal habituel, notamment afin de prendre en considération le régime d'imposition applicable à leur cas particulier, tant en France que dans leur Etat de résidence fiscale.

1.4.4. Autres situations

Les actionnaires soumis à un régime d'imposition autre que ceux visés ci-dessus, notamment les personnes physiques dont les opérations sur les actions de la Société sont réalisées en dehors du cadre de la simple gestion de portefeuille ou ayant inscrit leurs actions à l'actif de leur bilan commercial, sont invités à étudier leur situation particulière avec leur conseil fiscal habituel.

1.4.5. Droits d'enregistrement ou taxe sur les transactions financières

Dans la mesure où la capitalisation boursière de la Société n'excéderait pas un milliard d'euros au 1^{er} décembre 2017, l'acquisition par l'Initiateur des actions de la Société ne sera pas soumise à la taxe sur les transactions financières prévue à l'article 235 ter ZD du CGI ; les actionnaires de la Société ne seront pas soumis à cette taxe à raison de la cession de leurs actions de la Société dans le cadre de l'Offre.

En principe et conformément à l'article 726 du CGI, aucun droit d'enregistrement n'est dû en France à raison de la cession d'actions d'une société dont les titres sont négociés sur un marché réglementé d'instruments financiers ou sur un système multilatéral de négociation, à moins que cette cession ne soit constatée par un acte. Dans ce dernier cas, la cession des actions doit faire l'objet d'un enregistrement dans le mois de sa date et cet enregistrement donne lieu au paiement d'un droit au taux proportionnel de 0,1% assis sur le prix de cession.

1.5. MODALITES DE FINANCEMENT ET FRAIS LIES A L'OFFRE

Le coût d'acquisition de 100% des titres visés par l'Offre (voir paragraphe ci-dessus 1.3.3 « Titres visés par l'Offre ») s'élèverait à un montant maximum d'environ 9,4 M€, qui se décomposerait comme suit :

- 9,2 M€ consacrés au paiement du prix d'acquisition de 100% des actions visées par l'Offre, et
- environ 0,2 M€ net d'impôts au titre des honoraires et frais engagés en vue de la réalisation de l'Offre (notamment les honoraires et frais des conseillers financiers, conseils juridiques, commissaires aux comptes et autres consultants de la Société, ainsi que les frais de communication et autres taxes et / ou commissions applicables).

Bien que la Société dispose de la trésorerie disponible afin de financer l'Offre, cette dernière aura recours au refinancement d'une partie des coûts d'acquisition lors du règlement-livraison des titres visés par l'Offre, à des fins de bonne gestion financière.

1.6. INCIDENCE DE L'OFFRE SUR L'ACTIONNARIAT, LES COMPTES ET LA CAPITALISATION BOURSIERE D'AFONE PARTICIPATIONS

1.6.1. Incidence sur la répartition du capital et des droits de vote ³

Au 26 juin 2018, le capital d'Afone Participations était divisé en 5 086 948 actions. La répartition du capital et des droits de vote théoriques (au nombre de 8 060 841) au 26 juin 2018, sur la base des seules déclarations reçues par Afone Participations de franchissements des seuils légaux visés au 1^{er} alinéa de l'article L. 233-7 du Code de commerce, figure à la section 1.2.2 ci-avant.

L'actionnariat évoluerait comme suit, après annulation des actions apportées à l'Offre dans les hypothèses d'un taux de réponse à l'Offre de 50% et 100% :

Répartition du capital et des droits de vote d'Afone Participations après l'Offre (Hypothèse d'un rachat effectif de 50% des actions visées)

	Nb actions	% capital	Nb droits de vote	% droits de vote
FL Finance ⁽¹⁾	2 616 276	57,04%	5 232 552	69,21%
Awys ⁽²⁾	715 063	15,59%	1 430 126	18,91%
Eric Durand-Gasselin	9 900	0,22%	19 800	0,26%
Famille Durand-Gasselin	724 963	15,80%	1 449 926	19,18%
Total Concert	3 341 239	72,84%	6 682 478	88,38%
Auto-détention	445 713	9,72%	-	-
Actionnaires au nominatif	48 795	1,06%	127 162	1,68%
Public	751 201	16,38%	751 201	9,94%
Total	4 586 948	100,00%	7 560 841	100,00%

⁽¹⁾ Contrôlée par la famille Fournier

⁽²⁾ Contrôlée par la famille Durand-Gasselin

Répartition du capital et des droits de vote d'Afone Participations après l'Offre (Hypothèse d'un rachat effectif de 100% des actions visées)

	Nb actions	% capital	Nb droits de vote	% droits de vote
FL Finance ⁽¹⁾	2 616 276	64,02%	5 232 552	74,11%
Awys ⁽²⁾	715 063	17,50%	1 430 126	20,25%
Eric Durand-Gasselin	9 900	0,24%	19 800	0,28%
Famille Durand-Gasselin	724 963	17,74%	1 449 926	20,53%
Total Concert	3 341 239	81,75%	6 682 478	94,64%
Auto-détention	445 713	10,91%	-	-
Actionnaires au nominatif	18 298	0,45%	96 665	1,37%
Public	281 698	6,89%	281 698	3,99%
Total	4 086 948	100,00%	7 060 841	100,00%

⁽¹⁾ Contrôlée par la famille Fournier

⁽²⁾ Contrôlée par la famille Durand-Gasselin

³ En retenant pour hypothèses un rachat effectif de 50% et de 100% des 1.000.000 d'actions visées par l'Offre

1.6.2. Incidence sur les comptes d'Afone Participations

Impact sur les comptes consolidés de la Société

Les calculs de l'incidence de l'Offre sur les capitaux propres et les résultats consolidés d'Afone Participations, qui figurent au tableau ci-après, ont été effectués à partir des comptes consolidés annuels d'Afone Participations au 31 décembre 2017, sur la base des hypothèses suivantes :

- Rachat de 1 000 000 d'actions (soit l'intégralité des actions visées par l'Offre) au prix de 9,20 € par action, soit un montant total de 9,4 M€ (frais nets d'impôt compris), puis annulation des actions rachetées ;
- Nombre d'actions en circulation au 31 décembre 2017 de 4 086 948 post-annulation ;
- Prise d'effet du rachat d'actions au 13 août 2018.

Données consolidées au 31 décembre 2017 (12 mois)	Avant rachat et annulation	Après rachat et annulation *
Capitaux propres part du groupe (M€)	26,6	17,2
Trésorerie financière nette (M€) **	18,4	9,0
Résultat net part du groupe (M€)	3,3	3,1
Nombre d'actions***	4 641 235	3 641 235
Capitaux propres par action*** (€)	5,73	4,72
Résultat net par action*** (€)	0,71	0,85

* Après prise en compte des frais liés à l'Offre

** Après prise en compte de la trésorerie issue de la cession de l'activité Sécurité

*** Hors 445 713 actions auto-détenues

1.6.3. Incidence sur la capitalisation boursière

Sur la base du cours de clôture de l'action Afone Participations au 26 juin 2018 de 9,10 €, la capitalisation boursière s'élevait à 46,3 M€, sur la base de 5 086 948 actions.

Après réduction de capital, dans l'hypothèse où la totalité des 1 000 000 d'actions seraient apportées à l'Offre puis annulées, le nombre d'actions composant le capital social serait de 4 086 948 et la capitalisation boursière d'Afone Participations s'élèverait à 37,2 M€, sur la base du cours de clôture du 26 juin 2018 de 9,10 €.

1.6.4. Accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue

A l'exception de ce qui précède, la Société n'a connaissance, à la date du dépôt de l'Offre, d'aucun accord ou engagement susceptible d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

2. ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX OFFERT

Le prix offert par l'Initiateur dans le cadre de l'OPRA est égal à 9,20 euros par action Afone Participations (le « Prix de l'Offre »), soit une prime de 10,2% par rapport au dernier cours de clôture avant l'annonce de l'OPRA (29 mai 2018), retraité du solde de dividende payé le 5 juin 2018.

Les éléments d'appréciation du Prix de l'Offre présentés ci-après ont été préparés par Sodica ECM (groupe Crédit Agricole), agissant pour le compte de LCL, banque présentatrice de l'Offre, elle-même agissant pour le compte de l'Initiateur.

Les éléments d'appréciation du Prix de l'Offre ont été obtenus à partir d'une approche de valorisation multicritères d'Afone Participations. Les principales méthodes usuelles d'évaluation ont été envisagées. Ces éléments d'appréciation du Prix de l'Offre ont été établis en plein accord avec l'Initiateur, notamment en ce qui concerne les différentes méthodes d'évaluation et les hypothèses retenues sur toute la durée des flux futurs actualisés.

La sélection des méthodes retenues a été établie en tenant compte des spécificités d'Afone Participations, de sa taille et de ses secteurs d'activité sur la base des informations transmises par la Société.

Il n'entrait dans la mission de Sodica ECM ni de vérifier ou de soumettre ces informations, qui sont supposées exactes et complètes, à une vérification indépendante, ni de vérifier les actifs ou les passifs d'Afone Participations.

2.1. METHODOLOGIE

2.1.1. Méthodes d'évaluation retenues

Dans le cadre de l'approche multicritères, les méthodes suivantes ont été retenues :

Somme des parties

Pour appliquer cette méthode, il a été effectué la somme des valeurs d'entreprise estimées des parties à partir de la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie disponibles de chacun des pôles d'activité à laquelle est ajoutée la trésorerie nette du groupe.

Analyse des cours de bourse d'Afone Participations

Dans le cadre de cette méthode, le Prix de l'Offre a été comparé aux cours moyens pondérés de l'action Afone Participations sur différents horizons de temps.

2.1.2. Méthodes écartées

Les méthodes suivantes, jugées peu pertinentes pour apprécier le Prix de l'Offre, n'ont pas été retenues :

Actif net comptable / actif net réévalué

Ces approches consistent à calculer le montant des capitaux propres par action. Il s'agit donc de l'estimation comptable patrimoniale de la valeur d'une action. Ces méthodes sont traditionnellement écartées dès lors qu'elles ne rendent pas compte des plus-values latentes par rapport aux valeurs comptables dans le cas de l'actif net comptable et de la capacité de la société à créer de la valeur qui se traduit davantage par sa capacité à générer des flux de trésorerie et que par des éléments bilanciaux.

Méthode des transactions comparables

La méthode des multiples de transactions comparables consiste à appliquer aux agrégats financiers de la société les plus pertinents, les multiples constatés lors de transactions significatives récentes intervenues dans le même secteur d'activité. La pertinence de la méthode est liée notamment à la nécessité de disposer d'informations fiables quant aux données chiffrées des transactions retenues. Nous n'avons pas pu identifier d'acquisitions ou cessions avec des informations publiques pertinentes sur les données financières de la transaction. Nous avons donc écarté cette méthode.

Méthode des comparables boursiers

Cette approche consiste à déterminer la valeur de la société en appliquant à ses agrégats financiers, jugés les plus pertinents, des multiples d'évaluation observés sur un échantillon de sociétés cotées comparables en termes d'activité, de profil de croissance, de rentabilité et de structure financière. La méthode n'a pu être retenue en l'absence de société comparable à Afone Participations et à ses différents pôles d'activité (absence de société comparable MNVO (opérateur qui ne dispose pas de son propre réseau) cotée pour l'activité mobile, absence d'acteurs cotés positionnés sur la distribution de matériels dans l'activité monétique, taille/offre/typologie clientèle non comparable pour l'activité téléphonie fixe).

Actualisation des flux de dividendes futurs

Cette méthode consiste à estimer la valeur des fonds propres d'une société en actualisant les flux de dividendes futurs perçus par les actionnaires. Cette approche n'est pas pertinente dans la mesure où elle est liée au niveau de taux de distribution qui dépend de la stratégie financière fixée par la direction de la société et peut être ainsi décorrélée de la capacité propre de la société à engendrer des flux de trésorerie pour l'actionnaire.

Référence au suivi de la Société par des analystes de recherche

La Société n'étant suivie par aucun bureau d'analystes, cette méthode n'a pas pu être mise en œuvre.

2.1.3. Sources d'information

Principales informations financières

- Comptes consolidés 2016 et 2017 du groupe
- Comptes sociaux 2016 et 2017 des sociétés du groupe
- Plans d'affaires 2018-2020 par pôle (ces prévisions n'ont fait l'objet d'aucun audit de la part de Sodica ECM)
- Situation de trésorerie à fin mars 2018

Eléments relatifs à la cession du pôle Sécurité en juin 2018

- Offre engageante
- SPA Afone Participations / Sector Alarm concernant la cession de la branche Sécurité

L'analyse s'est également appuyée sur les informations réglementées mis à disposition publiquement par la Société, et en particulier les Documents de Référence 2016 et 2017 déposés auprès de l'AMF.

2.1.4. Données servant de base à la valorisation

Nombre d'actions

Le nombre d'actions retenu dans le cadre des travaux d'évaluation s'élève à 4 641 235 actions qui correspond au nombre de titres en circulation au 23 juin 2018 (5 086 948) retraité du nombre d'actions auto-détenues (445 713).

Par ailleurs, aucune option de souscription ou d'achat d'actions n'a été consentie tant à des salariés qu'à des mandataires sociaux.

Eléments financiers utilisés

Les éléments financiers utilisés pour apprécier les termes de l'Offre sont basés sur les états financiers consolidés et audités pour l'exercice clos le 31 décembre 2017 d'Afone Participations ainsi que sur le plan d'affaires par pôle pour la période 2018 – 2020 établi par le management de la Société au 1er trimestre 2018.

2.2. METHODES RETENUES

2.2.1. Somme des parties

Hypothèses appliquées à l'ensemble des activités

Etant donné les différentes activités du groupe, il a été considéré qu'Afone Participations peut s'analyser comme une holding diversifiée, et il a ainsi été retenu comme méthode principale de valorisation une approche par la somme des parties (à partir de la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie disponibles de chacun des pôles d'activité).

Cette approche de valeur de la Société consiste à additionner les valeurs d'entreprise des différents pôles d'activités de la Société, valorisés de façon distincte.

Il a ensuite été ajouté à cette somme de valeurs d'entreprise (calculées avant prise en compte de la trésorerie nette), la trésorerie nette du groupe afin de déterminer la valeur des capitaux propres de la Société, puis la valeur par action.

Une décote de holding de 15% et a été appliquée à la valeur par action obtenue afin de tenir compte notamment de la diversification des activités développées par le groupe.

Cette méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie disponibles consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'une société, ou d'un pôle, par la valeur de son actif économique, en actualisant les flux de trésorerie disponibles prévisionnels générés par cet actif. Ces flux destinés aux investisseurs sont actualisés à un taux intégrant les risques et la valeur de l'argent dans le temps.

Le calcul de la valeur résiduelle repose sur la capitalisation du cash-flow libre durable au coût du capital. Il table sur une hypothèse de continuité de l'exploitation à terme et tient compte d'une croissance à l'infini en phase avec la croissance attendue à long terme.

Les flux de trésorerie sont basés sur le plan d'affaires établi par le management de la Société pour chacun des pôles, qui couvre la période 2018-2020. Ce plan d'affaires a fait l'objet d'une extrapolation de 4 ans par Sodica ECM pour la période 2021-2024 par pôle d'activité.

L'actualisation des flux de trésorerie est faite à compter du 31 mars 2018, en intégrant par hypothèse 2/3 des flux estimés de l'année 2018.

Les flux de trésorerie sont actualisés au Coût Moyen Pondéré du Capital (CMPC). Il prend en compte le coût des fonds propres et celui de la dette en fonction de la structure financière de la Société.

Le CMPC a été déterminé sur la base des hypothèses suivantes (au 20 juin 2018) :

- Un taux sans risque de 0,71 % correspondant au rendement d'une OAT 10 ans au 20 juin 2018 ;
- Une prime de risque du marché actions France de 8,5 % (source moyenne Bloomberg 3 mois mai 2018) ;
- Des bêtas observés par le professeur Damodaran
 - 0,68 pour le pôle Télécom Fixe & RD et le pôle Téléphonie Mobile & holding (secteur Télécom Services)
 - 0,84 pour le pôle Fintech (secteur Electronics General)
- Des primes de risques spécifiques de 4,5% à 5% selon les pôles, qui intègrent notamment la prise en compte des risques liés la faible taille des pôles (small caps) et/ou des historiques de baisse d'activité et de rentabilité ;
- Le coût des fonds propres ressort à un taux de 11,49% ou 12,35% en fonction des pôles ;
- Une structure financière avec un poids des fonds propres de 100%, la Société étant en situation de trésorerie nette positive.

La valeur terminale a été calculée à partir d'un flux de trésorerie normatif, calculé à partir du flux 2025, auquel est appliqué un taux de croissance à l'infini de 0,5% à 1% en fonction des pôles, estimation de la croissance à très long terme.

Pôle Fintech

Le pôle Fintech correspond à la participation de 100% dans la société SAS Afone Monetics et de 95,6% dans la société Afone Paiement.

L'approche de valorisation du pôle a été mise en œuvre à partir du plan d'affaires établi par la Société qui couvre la période 2018/2020.

La croissance du chiffre d'affaires est portée par les hypothèses de développement faites par la Société sur l'activité Afone Paiement, notamment dans des pays limitrophes de la France dont l'Italie.

Sur la période 2018/2020, le plan d'affaires retient comme hypothèse des marges d'exploitation entre 11,3% et 14,8% en fonction des années.

Aucune évolution notable du besoin en fonds de roulement (BFR) n'est anticipée dans le plan d'affaires. La Société estime que le montant des investissements est proche de la charge d'amortissement annuelle sur la durée du plan d'affaires à partir de 2019.

Ce plan d'affaires a fait l'objet d'une extrapolation par Sodica ECM pour la période 2021/2024. Il a été estimé une diminution du taux de croissance du chiffre d'affaires de ce pôle dans la mesure où l'activité Monétique pourrait subir des évolutions technologiques rendant obsolètes les matériels et comportements actuels (baisse anticipée du recours aux TPE) ainsi que des taux de marge d'exploitation.

Les flux de trésorerie sont actualisés au Coût Moyen Pondéré du Capital (CMPC). Le CMPC ressort pour le pôle Fintech à 12,35%.

La valeur terminale a été calculée à partir d'un flux de trésorerie normatif, calculé à partir du flux 2025, auquel est appliqué un taux de croissance à l'infini de 1%, estimation de la croissance à très long terme.

Sur ces bases, la méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie disponibles fait ressortir une valeur d'entreprise de 16,2 millions d'euros pour le pôle Fintech (scénario central).

Pôle Téléphonie mobile et Holding

Le pôle Téléphonie Mobile & holding correspond à la société Afone Participations ainsi que sa participation à hauteur de 50% dans la société Méta-lfone et sa participation à hauteur de 99,9% dans SA Finli.

L'approche de valorisation du pôle a été mise en œuvre à partir du plan d'affaires établi par la Société qui couvre la période 2018/2020.

Le chiffre d'affaires repris dans le plan d'affaires établi par la Société diminue sur la période 2018/2020. Le taux de marge d'exploitation est également en diminution (15,6% en 2017 versus une hypothèse de taux de marge d'exploitation de 12,3% en 2020).

Aucune évolution notable du besoin en fonds de roulement (BFR) n'est anticipée dans le plan d'affaires. La Société ne prévoit pas d'investissement significatif dans le futur pour cette activité.

Ce plan d'affaires a fait l'objet d'une extrapolation par Sodica ECM pour la période 2021/2024. Le positionnement de la Société (absence de réseau détenu en propre, importance à ce jour d'un unique fournisseur SFR, un marché très concurrentiel) devrait entraîner une poursuite de la baisse de la marge d'exploitation sur les années 2021/2024.

Les flux de trésorerie sont actualisés au Coût Moyen Pondéré du Capital (CMPC). Le CMPC ressort pour le pôle Téléphonie Mobile & holding à 11,49%.

La valeur terminale a été calculée à partir d'un flux de trésorerie normatif, calculé à partir du flux 2025, auquel est appliqué un taux de croissance à l'infini de 0,5%, estimation de la croissance à très long terme.

Sur ces bases, la méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie disponibles fait ressortir une valeur d'entreprise de 16,1 millions d'euros pour le pôle Téléphonie Mobile & holding (scénario central).

Pôle Télécom fixe et R&D

Le pôle Télécom Fixe et R&D correspond à la participation de 100 % dans la société Afone Infrastructure.

L'approche de valorisation du pôle a été mise en œuvre à partir du plan d'affaires établi par la Société qui couvre la période 2018/2020.

Sur la période 2018/2020, le plan d'affaires retient comme hypothèse des marges d'exploitation négatives entre -7,3% et -16,7% en fonction des années, marges néanmoins en redressement par rapport à l'historique de la période 2015/2017.

Aucune évolution notable du besoin en fonds de roulement (BFR) n'est anticipée dans le plan d'affaires. Le management ne prévoit pas d'investissement significatif dans le futur sur ce pôle d'activité.

Ce plan d'affaires a fait l'objet d'une extrapolation par Sodica ECM pour la période 2021/2024 avec un taux de marge d'exploitation qui redevient positif à partir de 2022.

Les flux de trésorerie sont actualisés au Coût Moyen Pondéré du Capital (CMPC). Le CMPC ressort pour le pôle Télécom Fixe & RD à 11,49%.

La valeur terminale a été calculée à partir d'un flux de trésorerie normatif, calculé à partir du flux 2025, auquel est appliqué un taux de croissance à l'infini de 1%, estimation de la croissance à très long terme.

Sur ces bases, la méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie disponibles fait ressortir une valeur d'entreprise de 0,5 millions d'euros pour le pôle Télécom Fixe & RD (scénario central).

Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres d'Afone Participations

Après l'approche de valorisation des valeurs d'entreprise des différents pôles, la valeur obtenue doit être ajustée des éléments de passage afin d'obtenir la valeur des fonds propres d'Afone Participations.

Les éléments d'ajustement retenus pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres s'élèvent à 16,8 M€ et se décomposent comme suit :

- + Trésorerie brute à fin mars 2018 : 13,4 M€
- + Trésorerie issue de la cession de l'activité Sécurité nette de fiscalité réalisée en juin 2018 : 13,3 M€
- + Déficit fiscal reportable au 31 décembre 2017 : 0,4 M€
- Dettes financières à fin mars 2018 : 5,2 M€
- Dépôts reçus au 31 décembre 2017 : 2,5 M€
- Solde de dividendes payés le 5 juin 2018 : 1,85 M€

- Provisions pour risques et charges au 31 décembre 2017 : 0,8 M€

Synthèse de la méthode de la somme des parties

Le tableau ci-dessous synthétise la valorisation obtenue par la méthode de la somme des parties.

Pôles	Quote-part des fonds propres détenus (M€)			Quote-part par action (€)		
	Fourchette basse	Scénario central	Fourchette haute	Fourchette basse	Scénario central	Fourchette haute
Télécom Fixe & RD	0,5	0,5	0,7	0,10	0,12	0,14
Téléphonie Mobile & Holding	15,6	16,1	16,7	3,36	3,47	3,59
Services Fintech	15,4	16,2	17,1	3,32	3,49	3,68
Total	31,4	32,8	34,4	6,78	7,08	7,42
Ajustement passage VE - VFP		16,8			3,61	
Total	48,2	49,6	51,2	10,38	10,69	11,03
Décote de holding	15%					
Valorisation (Somme des parties après décote de holding)	41,0	42,2	43,5	8,83	9,08	9,37

2.2.2. Analyse du cours de bourse

Cette méthode consiste à comparer le Prix de l'Offre aux cours moyens pondérés de l'action Afone Participations sur différents horizons de temps.

Les actions Afone Participations sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext à Paris (compartiment C) sous le code ISIN FR0000044612.

Il est néanmoins à noter que la faible liquidité (2,3% du capital échangé depuis 6 mois, une majorité des actions échangées depuis 3 ans provient des rachats d'actions en propre de la Société) et le fait que la Société ne soit suivie par aucun analyste financier limitent la pertinence de cette méthode de valorisation.

Le Prix de l'Offre proposé de 9,20 euros par action extériorise des primes par rapport aux cours moyens pondérés par les volumes qui sont reprises dans le tableau ci-après :

Périodes	Cours de l'action Afone Participations (€)	Prime / décote induite par le prix de l'Offre	% du capital échangé
<u>Cours de bourse</u>			
Cours de clôture du 25 juin 2018	9,10	1,1%	
Dernier cours de clôture avant annonce du projet d'OPRA (29 mai 2018) après prise en compte du solde du dividende versé le 5 juin 2018 (0,4 € / action)	8,35	10,2%	
Moyennes au 29 mai 2018 (dernier cours de clôture avant annonce du projet d'OPRA)			
1 mois	8,48	8,5%	0,5%
3 mois	8,34	10,3%	0,9%
6 mois	8,25	11,5%	1,6%
12 mois	7,93	16,1%	16,7%
Cours le plus élevé sur 1 an (26 mars 2018)	9,20	0,0%	
Cours le plus bas sur 1 an (31 mai 2017)	7,00	31,4%	

Source : Euronext

2.3. SYNTHESE DES ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX DE L'OFFRE

Le tableau ci-après présente les valeurs issues des différentes méthodes retenues et les niveaux de primes induites par le Prix de l'Offre (9,20 euros par action Afone Participations).

	Valeur par action (€)	Prime induite par le prix de l'Offre
Méthodes retenues		
<u>Somme des parties</u>		
Fourchette basse	8,83	5,1%
Scénario central	9,08	1,3%
Fourchette haute	9,37	-1,8%
<u>Cours de bourse</u>		
Cours de clôture du 25 juin 2018	9,10	1,1%
Dernier cours de clôture avant annonce du projet d'OPRA (29 mai 2018) après prise en compte du solde du dividende versé le 5 juin 2018 (0,4 € / action)	8,35	10,2%
Moyennes au 29 mai 2018 (dernier cours de clôture avant annonce du projet d'OPRA)		
1 mois	8,48	8,5%
3 mois	8,34	10,3%
6 mois	8,25	11,5%
12 mois	7,93	16,1%
Cours le plus élevé sur 1 an (26 mars 2018)	9,20	0,0%
Cours le plus bas sur 1 an (31 mai 2017)	7,00	31,4%

Source : Euronext

3. EXPERTISE INDEPENDANTE

Le cabinet Advolis, représenté par Monsieur Hugues de Noray, a été désigné en qualité d'expert indépendant par le Président Directeur Général de la Société sur délégation du Conseil d'administration en date du 22 mars 2018, désignation ratifiée par ce dernier lors de sa séance du 23 mai 2018, en application des articles 261-1 I 3° du Règlement général de l'AMF, afin de se prononcer sur le caractère équitable du prix offert et des conditions de l'Offre.

Le rapport de l'expert indépendant, établi le 26 juin 2018, est reproduit ci-après.



RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT

OFFRE PUBLIQUE DE RACHAT D'ACTIONS INITIÉE PAR LA SOCIÉTÉ AFONE PARTICIPATIONS SUR SES PROPRES ACTIONS

A l'attention du Conseil d'administration
Paris, le 26 juin 2018

ADVOLIS

13, avenue de l'Opéra - 75001 PARIS
Tél. +33(0)1 55 04 77 77 – Fax : +33(0)1 55 04 77 60
E-mail : hdenoray@advolis.com

Société d'expertise comptable et de commissariat aux comptes
inscrite au Tableau de l'Ordre des experts-comptables et Membre de la Compagnie Régionale de Paris
Société anonyme au capital de 150 000 € - RCS Paris B 451 567 226

RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

OFFRE PUBLIQUE DE RACHAT D'ACTIONS INITIEE PAR LA SOCIETE AFONE PARTICIPATIONS SUR SES PROPRES ACTIONS

Aux membres du Conseil d'administration,

En exécution de la mission qui nous a été confiée par le Président Directeur Général sur délégation du Conseil d'administration en date du 22 mars 2018 et ratification en date du 23 mai 2018, en qualité d'expert indépendant, nous avons établi le présent rapport concernant l'offre publique de rachat d'actions (l'OPRA ou l'Offre) initiée par la société Afone Participations (la Société) sur ses propres actions au prix de 9,20 € par action.

En application de l'article 262-I du règlement général de l'AMF, notre rapport a pour objectif de permettre au conseil d'administration d'apprécier les conditions financières de l'Offre et notre conclusion porte sur le caractère équitable de l'Offre pour les actionnaires minoritaires.

Pour atteindre ces objectifs, nous avons effectué les diligences jugées nécessaires et avons établi ce rapport dont le contenu répond aux indications de l'article 2 de l'Instruction n°2006-08 du 25 juillet 2006 de l'AMF.

Nous vous prions de prendre connaissance de nos constatations et conclusions présentées, ci-après, selon le plan suivant :

1. Déroulement de la mission
2. Présentation de l'Offre
3. Présentation d'Afone Participations et de son environnement
4. Evaluation multicritères de l'action Afone Participations
5. Analyse des éléments d'appréciation du prix d'offre des actions par la banque présentatrice
6. Incidences de l'offre pour les différentes catégories d'actionnaires
7. Conclusion sur le caractère équitable de l'offre

Annexes

Sommaire détaillé

1.	Déroulement de la mission	5
1.1	Présentation d'Advolis.....	5
1.2	Déclaration d'indépendance.....	5
1.3	Equipe en charge de la mission.....	5
1.4	Historique des missions d'expertise indépendante.....	6
1.5	Rémunération de l'expert.....	6
1.6	Diligences réalisées.....	6
1.7	Points d'attention sur la documentation des travaux.....	7
2	Présentation de l'offre	8
2.1	Présentation de l'initiateur.....	8
2.2	Motivation de l'Offre.....	8
2.3	Principaux termes de l'Offre.....	8
2.4	Définition du caractère équitable de l'Offre.....	9
3	Présentation d'Afone Participations et de son environnement	9
3.1	Aperçu du marché.....	9
3.2	Historique du groupe et orientation stratégique.....	13
3.3	Répartition de l'actionnariat actuel et potentiel.....	14
3.4	Evolution de la performance.....	15
3.5	Evolution de la structure du patrimoine.....	20
3.6	Evolution de la trésorerie.....	22
3.7	Cession de l'activité « Sécurité ».....	23
3.8	Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres.....	24
3.9	Synthèse des forces et faiblesses, risques et opportunités.....	25
3.10	Prise en compte des caractéristiques de la Société dans les travaux d'évaluation.....	26
4	Evaluation multicritère de l'action Afone Participations	28
4.1	Méthodes écartées.....	28
4.2	Méthodes retenues.....	30
4.2.1.	Cours de bourse	30
4.2.2.	Actualisation des flux de trésorerie (DCF)	32
4.3	Synthèse des travaux d'évaluation.....	40

5	Analyse des éléments d'appréciation du prix d'offre des actions par la banque présentatrice	41
5.1	Choix des méthodes d'évaluation	41
5.2	Référence au cours de bourse	41
5.3	Extrapolation des données prévisionnelles des plans d'affaires	41
5.4	Mise en œuvre de l'actualisation des flux de trésorerie	41
5.5	Synthèse comparative des valeurs	43
6	Incidences de l'offre pour les différentes catégories d'actionnaires	43
6.1	Conséquences pour les actionnaires majoritaires agissant de concert	43
6.2	Conséquences pour les actionnaires minoritaires	43
7	Conclusion sur le caractère équitable de l'offre	44
ANNEXE 1.	Abréviations et conventions de présentation	46
ANNEXE 2.	Programme de travail	47
ANNEXE 3.	Calendrier de déroulement de la mission	48
ANNEXE 4.	Documentation utilisée	49
ANNEXE 5.	Présentation des sociétés cotées des secteurs telcom et fintech	51
ANNEXE 6.	Présentation des transactions dans les domaines des telecom/mvno et fintech	56

I. DEROULEMENT DE LA MISSION

I.1. PRESENTATION D'ADVOLIS

Le cabinet ADVOLIS est une structure réglementée de commissariat aux comptes et d'expertise comptable qui intervient depuis sa création en 2004 dans les domaines de l'audit légal, des audits d'acquisition et des missions d'expertise et de conseil portant sur les informations financières. L'équipe dédiée à l'évaluation d'entreprises intervient notamment dans le cadre de :

- missions légales de commissariat aux apports et à la fusion ;
- missions contractuelles d'expertise indépendante, d'évaluation d'entreprises et d'arbitrage.

Le cabinet ADVOLIS compte 8 associés et dispose d'une expérience reconnue des opérations dites de place qui mettent en jeu des questions liées à l'équité entre actionnaires.

Advolis est membre de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI) depuis 2013. L'APEI est une association agréée par l'AMF en application de l'article 263-I de son règlement général.

I.2. DECLARATION D'INDEPENDANCE

En conformité avec l'alinéa II de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF, le cabinet ADVOLIS atteste de l'absence de tout lien passé, présent ou futur, connu de lui, avec les personnes concernées par l'opération et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement dans le cadre de la présente mission. Nous n'avons pas réalisé de missions pour le compte de la Société dans les dix-huit derniers mois.

En particulier, nous ne sommes pas intervenus de manière répétée avec LCL établissement présentateur et Sodica ECM, conseil de l'Offre.

I.3. EQUIPE EN CHARGE DE LA MISSION

Hugues de Noray, associé

- IEP Paris
- Expert-Comptable, Commissaire aux comptes
- Membre de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI)
- Membre de la Société Française des Evalueurs (SFEV)
- Membre du Comité Comptable du département des marchés financiers (DMF) de la CNCC et ancien membre de la Commission des Etudes Comptables (2010-2017)

Hugues de Noray a participé à la fondation d'Advolis en 2004. Il intervient régulièrement dans des missions d'évaluation et de commissariat aux apports ou à la fusion, et contribue à différents groupes de travail professionnel. Il a ainsi collaboré aux publications récentes de l'APEI : La méthode des comparables boursiers (travaux en cours), le business plan (2017).

Jérôme Tardy, directeur de mission

- Diplômé de l'EM Lyon - Mastère Ingénierie Financière - et du DSCG
- Candidat au niveau 3 du CFA (Chartered Financial Analyst)
- Membre de la Société Française des Evalueurs (SFEV)

Jérôme Tardy a rejoint Advolis début 2017 après une expérience de près de quatre ans en conseil en fusions et acquisitions.

Thibault Treton, consultant

- EM Grenoble - Master en Management spécialisation finance
- Certification AMF

Thibault Treton fait partie, depuis 2017, des équipes d'Advolis intervenant sur des missions d'évaluation et de conseil auprès des actionnaires.

Patrick Iweins, associé d'Advolis, est intervenu au titre du contrôle qualité interne des travaux d'expertise indépendante présentés dans ce rapport.

- Expert auprès la Cour d'appel de Paris
- Expert-comptable et commissaire aux comptes
- ESCP Europe
- Président de l'Association IMA France
- Vice-Président de la Commission d'Ethique Professionnelle et membre de la Commission des Etudes Juridiques et du Comité Audit du département EIP de la CNCC
- Membre de la commission paritaire auprès du H3C

I.4. HISTORIQUE DES MISSIONS D'EXPERTISE INDEPENDANTE

Advolis n'a pas réalisé d'attestation d'équité pour des opérations de marché au cours des 12 derniers mois.

I.5. REMUNERATION DE L'EXPERT

Le montant des honoraires perçus par ADVOLIS pour la présente mission s'élève à 30.000 € hors taxes.

I.6. DILIGENCES REALISEES

Nous avons défini les diligences que nous avons estimées nécessaires, en prenant comme référence les dispositions des articles 262-I et suivants du règlement général de l'AMF et de son instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante et des recommandations modifiées de l'AMF du 28 septembre 2006.

Le programme de travail appliqué est détaillé en **annexe 2**. Il a principalement consisté à :

- prendre connaissance du contexte, des objectifs et du contenu de l'Offre;
- effectuer une revue critique du plan d'affaires 2018-2020 établi par la Société ;
- mettre en œuvre une valorisation multicritère des actions de la société Afone Participations ;
- analyser le prix de l'Offre pour la Société et les différentes catégories d'actionnaires.

Au terme de ces travaux nous avons obtenu une lettre d'affirmation de la part du Président-Directeur Général et du Directeur financier confirmant notamment la communication de tous les éléments et informations susceptibles d'avoir un impact sur l'évaluation des actions de la Société.

Nos travaux n'ont constitué, en aucune façon, une mission d'audit ou même de revue limitée telle qu'elle est effectuée par les commissaires aux comptes de la Société ; elle n'a donc pas eu pour objectif de formuler une opinion sur les comptes.

L'expert indépendant ne peut pas être tenu responsable du contenu intégral de la note d'information dans laquelle est inséré son rapport.

La conclusion exprimée sur l'équité de l'Offre n'a pas valeur de recommandation à la réalisation de l'Offre.

Les travaux se sont déroulés du 12 avril au 25 juin 2018, selon le calendrier présenté en **annexe 3**.

Au cours de cette période, nous avons rencontré ou échangé avec les personnes suivantes :

Société :

- Philip Fournier, Président directeur Général
- Eric Durand-Gasselín, Directeur Général Délégué, en charge notamment des activités Mobile et Fintech
- Johann Sébille, Directeur financier
- Vincent Kemmoun, en qualité d'administrateur indépendant et membre du Comité d'audit
- Marine Robin, en qualité d'administratrice indépendante, et membre du Comité d'audit, dont la nomination faite à titre provisoire par le Conseil d'administration du 22 mars 2018 a été ratifiée par l'Assemblée générale du 30 mai 2018

Conseils :

- Bertrand Gagneux, expert-comptable conseil, associé du cabinet Rossignol et Associés
- Laurent Bensaid, avocat-conseil du cabinet Hoche avocats

Etablissements présentateurs et conseil de l'Offre :

- Pascal Renault, Directeur d'affaires Sodica ECM
- Johann Navarro, Directeur de mission Sodica ECM
- Samir Hadj-Azzem, Responsable Corporate Finance LCL

I.7. POINTS D'ATTENTION SUR LA DOCUMENTATION DES TRAVAUX

Dans le cadre de cette mission, nous avons utilisé les documents et informations fournis par la Société et ses conseils : ils ont été considérés comme exacts, exhaustifs et transmis de bonne foi. En particulier, les données prévisionnelles n'ont été ni validées ni auditées : nous avons apprécié leur caractère raisonnable au regard des performances historiques et apprécié leur cohérence d'après les échanges avec le management de la Société et notre analyse des tendances de marché.

Nos travaux et analyses s'appuient par ailleurs sur des paramètres financiers (taux sans risque, prime de risque de marché, cours de bourse, consensus d'analystes, etc.) qui varient dans le temps dans un environnement économique évolutif. Nous attirons votre attention sur le fait que des différences significatives peuvent être constatées entre les prévisions et la réalité du fait d'événements ou de circonstances qui se déroulent différemment de ce qui était anticipé.

Par ailleurs, nous avons exploité les informations publiées par la Société ainsi que celles issues des bases de données financières auxquelles Advolis a accès, en particulier pour obtenir les données de marché des sociétés comparables et les informations sur les transactions récentes.

L'**annexe 4** établit la liste des principaux documents et sources d'information utilisées.

2. PRESENTATION DE L'OFFRE

2.1. PRESENTATION DE L'INITIATEUR

Afone Participations est une société anonyme, créée en 1997, et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés d'Angers sous le numéro 411 068 73. Son siège social est situé au 11, place François Mitterrand - 49055 Angers cedex 02.

Les actions de la Société sont admises aux négociations sur le compartiment C du marché réglementé Euronext de Paris (Code ISIN FR0000044612).

Le Conseil d'administration de la Société est présidé par M. Philip Fournier.

2.2. MOTIVATION DE L'OFFRE

Lors de son assemblée générale du 21 septembre 2017, les actionnaires de la Société ont approuvé une nouvelle orientation stratégique qui s'est traduite notamment par les cessions des activités Telecom Fixe à la société I.T.N France et des activités de Sécurité à la société Sector Alarm France. La Société souhaite faire bénéficier ses actionnaires d'une partie des produits de cession perçus, soit un montant global d'environ 15 millions d'euros, via un rachat d'actions, en vue de leur annulation.

Afone Participations n'a pas l'intention, à l'issue de l'Offre, de modifier substantiellement la stratégie de la Société.

Le résultat de l'Offre n'est pas susceptible de modifier la situation de contrôle exercée par les actionnaires qui agissent de concert. Ces actionnaires ont déclaré ne pas avoir l'intention de déposer une offre publique de retrait ni de demander la radiation de ses actions d'Euronext Paris dans un délai de douze mois.

2.3. PRINCIPAUX TERMES DE L'OFFRE

Dans ce contexte, Afone Participations envisage d'offrir aux actionnaires minoritaires la possibilité de céder leurs actions dans le cadre d'une offre publique de rachat d'actions (OPRA) au prix de 9,20€ par action. L'Offre a fait l'objet d'une annonce le 29 mai 2018. L'opération porte sur un maximum de 1.000.000 de titres représentant 19,66% du capital et 17,10% des droits de vote pour un montant de 9,2 millions d'euros.

L'Offre sera facultative, ouverte à tous les actionnaires de la Société, qui auront la possibilité d'apporter leurs actions à l'Offre ou de les conserver à condition que le droit local auquel ils sont soumis leur permette de participer à l'Offre sans nécessiter de la part de la Société l'accomplissement de formalités supplémentaires.

Les actionnaires concertistes, qui détiennent 65,68% de son capital et 82,90% des droits de vote, se sont engagés à ne pas participer à l'Offre afin d'offrir une liquidité à l'ensemble des autres actionnaires souhaitant apporter leurs titres.

Dans le cas où le nombre d'actions apportées à l'Offre serait supérieur au nombre maximum d'actions visées par l'Offre, il sera procédé, pour chaque actionnaire vendeur, à une réduction proportionnelle au nombre d'actions dont il justifie être propriétaire ou titulaire, conformément à l'article R 225-155 du Code de commerce.

La société ne procédera pas préalablement ou concomitamment à l'Offre à l'annulation des actions rachetées dans le cadre de son programme de rachat d'actions, mais elle se réservera cependant la possibilité de procéder à une telle annulation, conformément à l'autorisation qui lui a été octroyée par l'assemblée générale le 30 mai 2018 et à la réglementation applicable, postérieurement à la clôture de l'offre.

Le coût d'acquisition des titres visés par l'offre, soit 9,4 m€ y compris les frais d'honoraires juridiques et financiers préalables à la réalisation de l'Offre, sera financé au moyen de la trésorerie disponible de la Société, puis refinancé à hauteur de 50% à la date de règlement-livraison.

Nous n'avons pas connaissance, ni identifié au cours de nos travaux, d'accords connexes à l'Offre.

2.4. DEFINITION DU CARACTERE EQUITABLE DE L'OFFRE

Le prix de l'Offre, qui s'inscrit dans le contexte décrit précédemment, correspond à la valeur intrinsèque de l'action de la Société. Un contexte différent, comme une prise de contrôle, aurait eu pour conséquence la prise en compte d'une prime par rapport à la valeur intrinsèque au titre de synergies.

La perspective de continuité d'exploitation a été retenue par principe et adaptée en fonction des conséquences de la nouvelle stratégie de la Société et des évolutions de marché de certaines activités. En effet, d'une part, l'évolution de la stratégie de la Société, telle qu'elle a été validée par l'assemblée générale du 21 septembre 2017, s'est traduite par des cessions d'actifs en 2017 et en 2018. Les références de prix de ces transactions ont été privilégiées. Et d'autre part, les caractéristiques économiques des activités « mobile » ont été analysées comme des situations de rente dans un contexte de déclin.

Sur la base des échanges avec les dirigeants actionnaires de référence, nous comprenons que les éventuels nouveaux investissements qui seraient réalisés à moyen terme dans le cadre de la nouvelle stratégie, porteront sur des prises de participation pour des montants peu significatifs. Aucune modification substantielle du profil financier de la Société n'est anticipée par dits les actionnaires et dirigeants à moyen terme. Pour autant, la Société dispose d'une capacité d'investissement et d'endettement qui rend possible la réalisation d'investissements de façon opportuniste.

L'Offre va permettre aux actionnaires minoritaires de se désengager s'ils ne souhaitent pas rester investis dans une société dont la stratégie a évolué et dont la liquidité, déjà restreinte, va diminuer en fonction du nombre d'actions qui seront apportées à l'Offre. L'Offre, qui est facultative, laisse la liberté à chaque actionnaire de décider d'apporter ou de conserver les titres qu'il détient.

Dans ce cadre, le présent rapport a pour objet d'indiquer comment se situe le prix de l'Offre par rapport à la valeur intrinsèque de la Société afin de déterminer son caractère équitable pour les actionnaires minoritaires qui ne souhaiteraient pas être affectés par la nouvelle stratégie mise en place par la Société.

3. PRESENTATION D'AFONE PARTICIPATIONS ET DE SON ENVIRONNEMENT

3.1. APERÇU DU MARCHÉ

Le Groupe Afone Participations a développé depuis sa création en 1997 des offres de services autour d'une architecture de réseau télécoms. L'adaptation de ces offres aux usages du marché a conduit le groupe à des évolutions régulières de son périmètre. Le périmètre du groupe à la fin de l'exercice 2017 peut être estimé globalement comparable dans le temps sur une période de 2 ans.

Au cours de cette période, le groupe a été actif sur trois segments d'activités : les services de téléphonie fixe et mobile, les services de monétique et de compensation de paiements, et enfin la télésurveillance-sécurité.

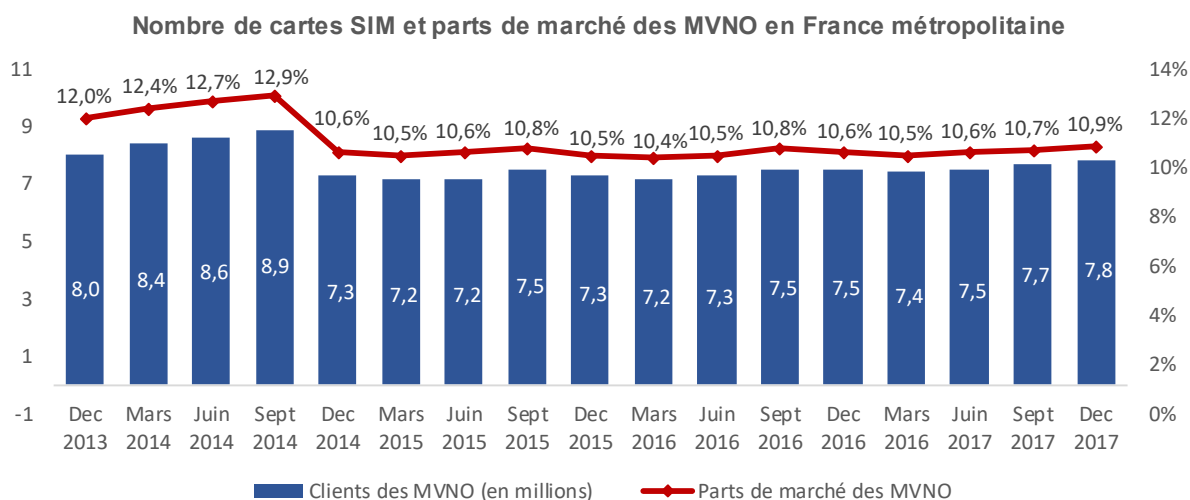
3.1.1. LE MARCHE DE LA TELEPHONIE FIXE ET MOBILE

Marché de la Téléphonie mobile

Depuis l'entrée de Free sur le marché de la téléphonie mobile en 2012, les principaux opérateurs ont lancé des offres low-cost. Cela s'est traduit par de fortes pressions déflationnistes qui ont lourdement impacté les revenus des opérateurs du secteur. Par ailleurs, le taux d'équipement des Français en téléphone portable est arrivé à maturité. Le nombre de cartes SIM en service en France s'élève à 74,6 millions au 31 décembre 2017, soit un taux de pénétration de 111,7% (+2 points en un an). La croissance (+395 000 cartes au cours du trimestre) demeure entièrement portée par le marché du post-payé qui progresse de +860 000 cartes tandis que le repli du marché prépayé, entamé au début de l'année 2012, se poursuit (-465 000 cartes ce trimestre). En rythme annuel, la croissance du nombre total de cartes SIM est supérieure à 2% depuis trois trimestres (+2,2%, soit +1,6 million en un an) contre 1,0% en moyenne entre fin 2014 et mars 2017. Le nombre de cartes actives (72,0 millions, soit 96,5% des cartes) progresse de +1,9% en un an, un rythme moins élevé que la progression totale du marché du fait de la forte baisse du nombre de cartes prépayées actives ce trimestre (-555 000) dont le taux d'activité perd 2 points en trois mois (75%).

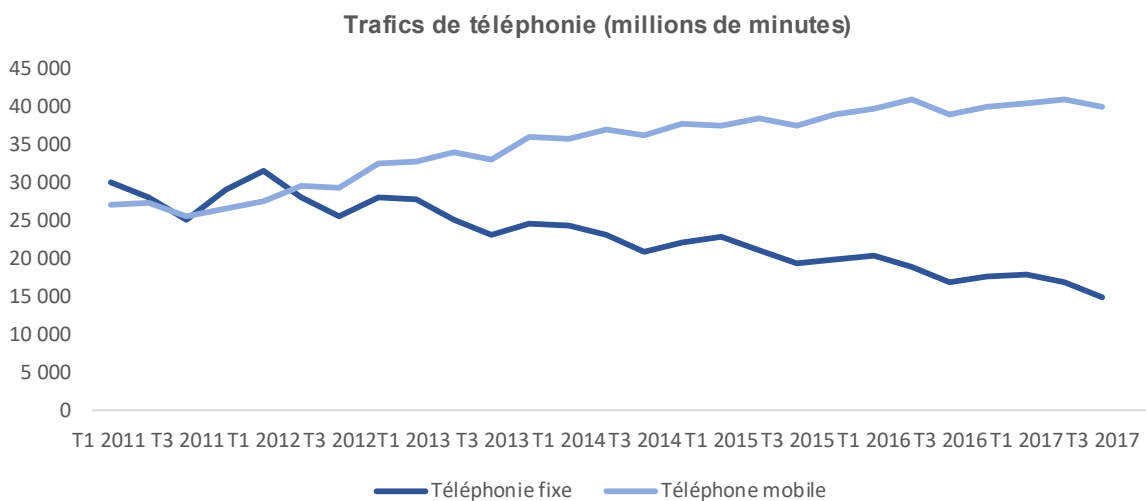
Au sein du marché qui est dominé par les opérateurs télécoms qui maîtrisent leur infrastructure de réseau, le législateur a prévu la possibilité, pour des acteurs indépendants, de développer des offres de service, en s'appuyant sur un ou plusieurs réseaux des grands opérateurs : ce statut de MVNO a attiré à l'origine un nombre élevé d'entreprises mais n'est plus utilisé aujourd'hui que par 24 opérateurs.

Au cours du dernier trimestre 2017, le nombre de cartes des opérateurs mobiles virtuels (MVNO) a progressé de 160 000, tandis qu'il baissait de 65 000 un an plus tôt, pour atteindre 7,8 millions au 31 décembre 2017. La part de marché de ces opérateurs gagne 0,3 point en un an à 10,9% (+0,2 point sur le trimestre).



Marché de la Téléphonie « fixe »

Le nombre d'abonnements à un service téléphonique sur les réseaux fixes (RTC et VLB), 38,7 millions au 30 septembre 2017, baisse depuis le milieu de l'année 2010. Le reflux du nombre d'abonnements à la téléphonie traditionnelle (10,6 millions, -1,2 millions en un an) se poursuit tandis que les abonnements en voix sur large bande (28,1 millions, +850 000) augmentent, représentant ainsi une part de plus en plus importante dans l'ensemble des abonnements téléphoniques fixes : 73% au troisième trimestre 2017, soit 3 points de plus en un an. L'extinction du réseau RTC, annoncée en février 2016, prévoit un calendrier progressif à partir de 2022.



3.1.2. MARCHE DES SERVICES DE MONETIQUE ET DE COMPENSATION DE PAIEMENTS

Les activités de « monétique » et de « paiement » sont regroupées par la société dans le segment « Fintech ».

Marché de la Monétique

Au cours des dernières années, le marché des terminaux de paiement s'est structuré, notamment suite aux opérations significatives suivantes : rachat de Lipman par Verifone en avril 2006, fusion entre Ingenico et Sagem Monetel en mars 2008, rachat des activités e-Transactions de Thales par Hypercom en avril 2008, rachat des activités Terminaux de paiement de Gemalto par Verifone en décembre 2010 et rachat des activités d'Hypercom (hors États-Unis, Espagne et Royaume-Uni) par Verifone en août 2011.

À l'issue de ces opérations, le marché s'est concentré autour de deux acteurs. En 2017, Ingenico Group a consolidé sa position de leader avec une part de marché estimée à environ 40% sur le marché des terminaux de paiement, avec une base installée dans le monde de plus de 30 millions d'unités.

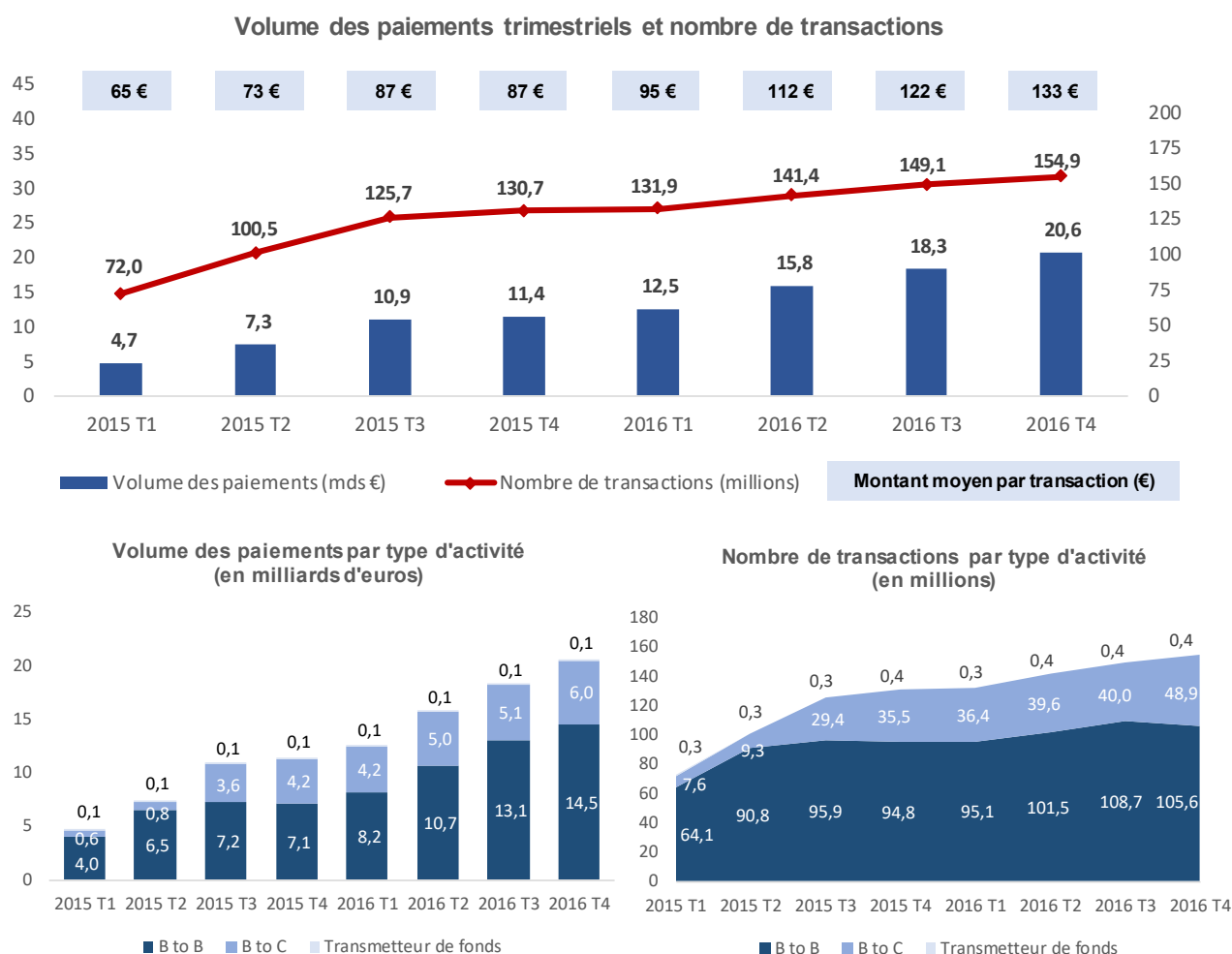
Le marché de la gestion des transactions de paiement électronique dans les magasins est un marché important, local et fragmenté, avec des barrières à l'entrée élevées. En effet, chaque pays impose des protocoles de paiement et des applications différentes, chaque catégorie de commerçants fait état de besoins différents et, enfin, les usages des consommateurs sont marqués par des habitudes de paiement différentes. Par ailleurs, le traitement des paiements est généralement très imbriqué dans une infrastructure globale de systèmes d'information qui requiert des développements spécifiques.

La taille de ce marché croît partout dans le monde et évolue parallèlement à la maturité du paiement électronique, tirée par deux leviers principaux : le développement des transactions électroniques dans les pays émergents et le phénomène croissant d'externalisation de l'infrastructure du paiement dans les pays plus matures. Ce phénomène est favorisé par la complexité grandissante de l'écosystème des paiements et une exigence croissante des normes de sécurité.

Marché de la compensation de paiements

Au 31 décembre 2016, le système bancaire français comptait 26 établissements de paiement (EP) agréés en France par l'ACPR et 13 succursales d'EP de pays de l'espace économique européen, contre respectivement 19 et 7 en 2013. Cette catégorie d'établissements connaît une croissance régulière notamment sous l'effet de la création de sociétés innovantes (« FinTech ») sur ce secteur d'activité.

Au cours des deux dernières années, les volumes de paiements traités par les établissements de paiement ont quadruplé pour atteindre 20,6 milliards d'euros à fin 2016. Le nombre de transactions a plus que doublé sur la même période. Le montant moyen des transactions est ainsi passé de 65 € à 133 €.



Source : ACPR, Les chiffres du marché français de la banque et de l'assurance 2016

La forte croissance constatée sur le marché du traitement des transactions en ligne s'explique par l'expansion du commerce sur internet. Que ce soit le segment des « gateways » ou du « full service », ces derniers sont tirés par les achats via téléphones mobiles ou tablettes numériques qui représentent déjà plus de 50% des transactions « retail » en ligne, et dont la croissance dépasse d'ores et déjà celle de l'e-commerce traditionnel.

Enfin, bien que le marché du paiement en ligne soit encore très fragmenté, quelques acteurs mondiaux ont émergé ces dernières années, tels que Adyen, Ingenico Group, WorldPay et Wirecard.

3.2. HISTORIQUE DU GROUPE ET ORIENTATION STRATEGIQUE

Les évolutions des usages du marché ont conduit la Société à réaliser régulièrement des opérations de croissance externe ou de cession. Pour simplifier la présentation de la Société, seules les principales dates qui jalonnent le périmètre actuel du groupe ont été reprises dans la liste suivante :

- 1997 - Création de la société Afone
- 2003 - Introduction au Second Marché
- 2004 - Obtention de la licence ART L33-I autorisant l'activité d'opérateur de services télécoms
 - Acquisition de la société Cartes et Services, spécialisée dans l'électronique de paiement
 - Acquisition de Blokos, première étape de la diversification du groupe dans le secteur de la sécurité
- 2005 - Accord de partenariat stratégique conclu avec Completel (racheté depuis par SFR)
 - Acquisition du groupe Girardot spécialisé dans le secteur de la sécurité
- 2007 - Lancement d'une offre de téléphonie mobile en partenariat avec le groupe E. Leclerc
- 2010 - Obtention de l'agrément d'établissement de paiement auprès de l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR)
- 2014 - Acquisition de la société ASTP (« Sécurité »)
- 2015 - Cession de la société Sextant (« Monétique ») dégagant une plus-value de 0,3 m€
- 2016 - Dépréciation d'actifs de la téléphonie fixe à hauteur de 6,2 m€ avant impôts
- 2017 - Obtention des agréments de l'ACPR et Banca Italia pour l'ouverture d'une succursale d'Afone Paiement en Italie
 - Validation par l'Assemblée du 21 septembre 2017 de la nouvelle orientation stratégique du groupe. Changement de dénomination d'Afone en Afone Participations
 - Cession d'actifs de téléphonie fixe, en septembre 2017, à la société I.T.N. France
 - Amortissement accéléré d'actifs liés à l'offre WifiLib
- 2018 - Annonce de la cession de l'activité « Sécurité » à la filiale française du groupe norvégien Sector Alarm, soit une plus-value estimée à environ 7,8 m€

Les actionnaires de la Société, réunis en Assemblée générale le 21 septembre 2017, ont pris acte des évolutions de marché récentes et des opportunités possibles dans un environnement en forte évolution. Une nouvelle stratégie a été validée, se traduisant par « la mobilité du portefeuille d'activités, dont aucune composante ne peut plus être considérée comme intangible » (DDR 2017 page 19).

L'objet social de la Société a été modifié en conséquence : il couvre désormais les activités liées à l'économie numérique, aux services financiers ou au développement durable par le biais de prises de participations.

Le premier arbitrage est intervenu dès septembre 2017 avec la cession de fonds de commerce de l'activité de téléphonie fixe à la société I.T.N. Cette transaction a dégagé une plus-value de 1,8 m€ inscrite dans les comptes de cet exercice. L'activité résiduelle de téléphonie fixe est désormais principalement orientée vers la fourniture en interne des services de télécommunication indispensables au fonctionnement des autres activités.

En avril 2018, la Société a annoncé la cession de la totalité de la branche d'activité « Sécurité » à la filiale française du groupe norvégien Sector Alarm. Dans les comptes consolidés établis au 31 décembre 2017, la perspective de cette transaction a conduit à présenter l'activité « Sécurité » comme destinée à être cédée. En conséquence, la performance et le patrimoine de cette activité ont été présentés sur des lignes isolées conformément aux dispositions d'IFRS 5. Par rapport au montant des capitaux propres attribués à cette activité à cette date, la plus-value attendue s'élève à environ 7,8 m€. L'opération a été finalisée après avoir été dûment autorisée par le Ministère de l'Economie et des Finances, le 7 mai 2018.

Le développement à l'international de l'activité « Paiement » se poursuit en Italie et vise l'ouverture fin 2018, dans un autre pays européen, d'une succursale d'Afone Paiement agréée par les autorités prudentielles française et locale.

Nous n'avons pas eu connaissance d'autres transactions significatives à court terme. Selon le management, la nouvelle stratégie pourrait donner lieu à des prises de participations minoritaires, de montants limités, à moyen terme, sans modification substantielle du périmètre des activités conservées à fin décembre 2017.

3.3 REPARTITION DE L'ACTIONNARIAT ACTUEL ET POTENTIEL

Le capital social qui s'élève à 508.694 euros au 31 décembre 2017, est réparti entre 5.086.948 actions de même catégorie dont 3.419.6060 bénéficient d'un droit de vote double, conformément à l'article 19 des Statuts dès lors qu'elles sont détenues depuis plus de deux ans par le même actionnaire.

Selon les dispositions d'un accord d'actionnaire du 5 mars 2010, les actionnaires fondateurs, les membres de leur famille et les sociétés qu'ils contrôlent, agissent de concert, étant rappelé qu'ils possèdent le contrôle de la Société depuis son origine.

Le calcul de la valeur par action de la Société est fondé, dans le présent rapport, sur un nombre 4.641.235 d'actions en circulation, à la date du 6 avril 2018, hors actions détenues au titre de l'autocontrôle et d'une valeur nominale de 8 euros chacune.

Actionnariat	06/04/2018					
	Nombre total de titres	Nombre total de titres en vote simple	Nombre total de titres en vote double	Nombre total de voix	% capital	% Droit vote
Actionnaires agissant de concert	3 341 239	-	3 341 239	6 682 478	65,68%	82,90%
Actionnaires nominatifs hors concert	79 292	925	78 367	157 659	1,56%	1,96%
Actionnaires autres	1 220 704	1 220 704	-	1 220 704	24,00%	15,14%
Autocontrôle	445 713	-	-	-	8,76%	0,00%
Total y.c. autocontrôle	5 086 948	1 221 629	3 419 606	8 060 841		
Actions en circulation (Total hors autocontrôle)	4 641 235	1 221 629	3 419 606	8 060 841		

Source : société

Tableau récapitulatif de l'actionnariat

Il n'existe aucun instrument financier émis par la Société et donnant un accès différé au capital (BSA, Stock-options, programme d'attribution d'actions gratuites, etc.).

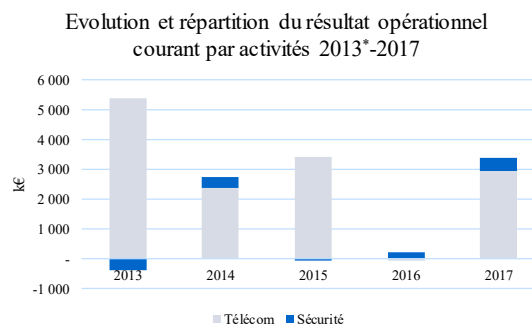
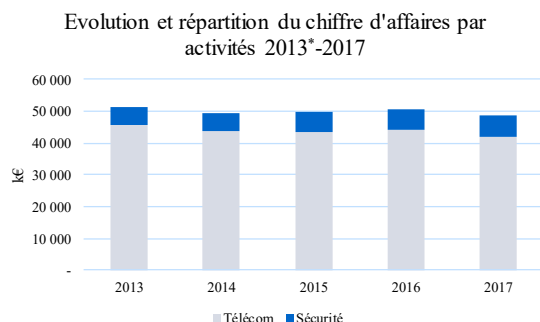
A la date de ce rapport, aucune des autorisations ou délégations données par l'Assemblée générale du 30 mai 2018, susceptibles de modifier la structure de l'actionnariat, n'a été utilisée.

La société ne procédera pas préalablement ou concomitamment à l'Offre à l'annulation des actions rachetées dans le cadre de son programme de rachat d'actions, mais elle se réservera cependant la possibilité de procéder à une telle annulation, conformément à l'autorisation qui lui a été octroyée par l'assemblée générale le 30 mai 2018 et à la réglementation applicable, postérieurement à la clôture de l'offre.

3.4 EVOLUTION DE LA PERFORMANCE

3.4.1. EVOLUTION GLOBALE

Les segments opérationnels de la Société ont évolué lors de la présentation des comptes de l'exercice 2017. L'évolution globale sur cinq ans présente un niveau d'analyse peu détaillé par rapport aux activités actuelles du groupe.



* Données 2013 retraitées rétrospectivement conformément à l'application d'IFRS 11 à partir du 1^{er} janvier 2014

Source : DDR 2013 à 2017

Le chiffre d'affaires consolidé de la Société affiche ainsi une décroissance de -5% entre 2015 et 2017. L'analyse par activité sur la même période montre d'une part que la croissance observée de +25% du chiffre d'affaires « Sécurité » n'a pas compensé le recul de -9% de l'activité « Télécom ». Et d'autre part, des évolutions contrastées expliquent la tendance au sein de l'activité « Télécom ».

La croissance de l'activité « Sécurité » a été marquée par l'acquisition en juillet 2014, de la société ASTP, apportant environ 1m€ de chiffre d'affaires en année pleine. Depuis 2015, le parc d'installations télésurveillées a augmenté de +15%, alors que la baisse des tarifs a limité la progression du chiffre d'affaires à 0,3 m€ jusqu'en 2017.

L'activité « Télécom » se décompose entre les activités de téléphonie « fixe » et « mobile » et les activités Fintech « monétique » et « paiement ». La baisse de chiffre d'affaires résulte principalement de la baisse des revenus des services de téléphonie « fixe », et pour un tiers, de la cession de la société Sextant (« monétique ») en 2015 dont le chiffre d'affaires en année pleine dépassait 1,3 m€. La baisse de l'activité télécom a été, en outre, en partie compensée par la croissance du chiffre d'affaires « paiement ».

Enfin, le déploiement de l'offre Wifi Lib, lancée dès 2014 et lancée en 2015, dont la contribution 2017 est non significative, n'a pas créé de relais de croissance.

La Société communique sur sa performance en se référant à un résultat opérationnel courant après prise en compte de la quote-part de résultat des sociétés mises en équivalence (ci-après « ROC_{après MEE} »). Le niveau de ROC_{après MEE} de l'activité « Sécurité », d'un niveau limité, évolue en dents de scie. Il représente en cumul sur les cinq exercices de 2015 à 2017 moins de 6% du ROC_{après MEE} de la Société.

Les variations observées du ROC_{après MEE} de l'activité « Télécom » s'expliquent par les éléments suivants :

- La quote-part de résultat comptabilisée en provenance de la co-entreprise Meta Lfone : diminution de -2m€ en 2014 et hausse de +1,3 m€ en 2017 (cf. infra analyse détaillée).
- En 2016, la combinaison d'impacts négatifs résultant principalement de la mise en place d'une nouvelle force de vente dédiée à l'activité « monétique » et aux pertes générées sur les activités fixes et à l'offre WifiLib.

Ces constats ont conduit en 2016 à des dépréciations significatives des actifs de téléphonie fixe et sont à l'origine de la nouvelle vision stratégique affirmée en 2017.

Les éléments communiqués par le management sur le niveau d'activité à fin mars 2018 sont en ligne avec les prévisions budgétaires à l'exception de l'activité « paiement » en retard de plus de 10%.

3.4.2. CARACTERISTIQUES DE L'ACTIVITE « TELECOM » 2015-2017

Le document de référence 2017 décompose l'activité Télécom en Téléphonie « mobile » et Téléphonie « fixe ».

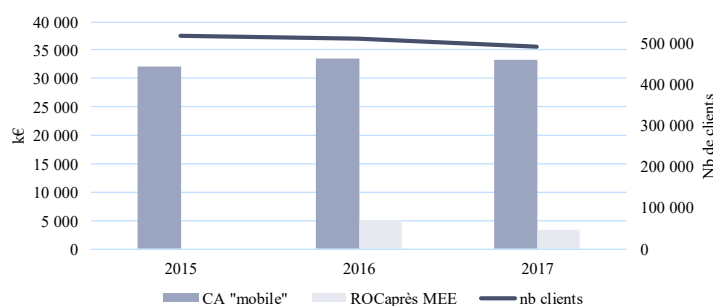
Téléphonie « mobile »

La Société a signé en 2007 un contrat de MVNO avec le groupe SFR, lui permettant d'offrir des services de téléphonie mobile en utilisant le réseau de SFR. Les offres de la Société ne sont donc pas multi-opérateurs. Les conditions d'achat de l'essentiel des flux télécoms sont négociées avec SFR chaque année. Dès 2007, la Société s'est rapprochée du groupe de distribution E. Leclerc pour développer un partenariat en vue de proposer des offres de forfait mobile aux particuliers. La commercialisation des offres de Téléphonie « mobile » s'effectue sur internet et dans les points de vente du groupe de grande distribution E. Leclerc.

La téléphonie « mobile » est ainsi principalement opérée par la société commune entre Afone Participations et le groupe E. Leclerc : Meta LFone. Elle est mise en équivalence dans les comptes consolidés, étant rappelé que les achats de flux télécoms liés à cette activité transitent par la Société. La présentation du chiffre d'affaires du secteur téléphonie « mobile », aux bornes du groupe Afone Participations, ne reflète pas la vision d'ensemble de l'activité. Une information complémentaire est fournie chaque année dans la description des activités de la Société. En 2007, la Société a positionné sa première offre de Téléphonie « mobile » au tarif de 1,50 €/mois, en autorisant pour ce prix la réception d'appel et la possibilité de recharger des minutes d'appel. Au fur et à mesure de l'évolution des offres, le niveau moyen de l'ARPU a augmenté. La gamme de forfaits proposée aujourd'hui par la Société a été refondue en juin 2017.

Sur la base des indicateurs publiés, le chiffre d'affaires « mobile » a progressé de 3% depuis 2015 alors que le nombre de clients a diminué de -5% sur la période.

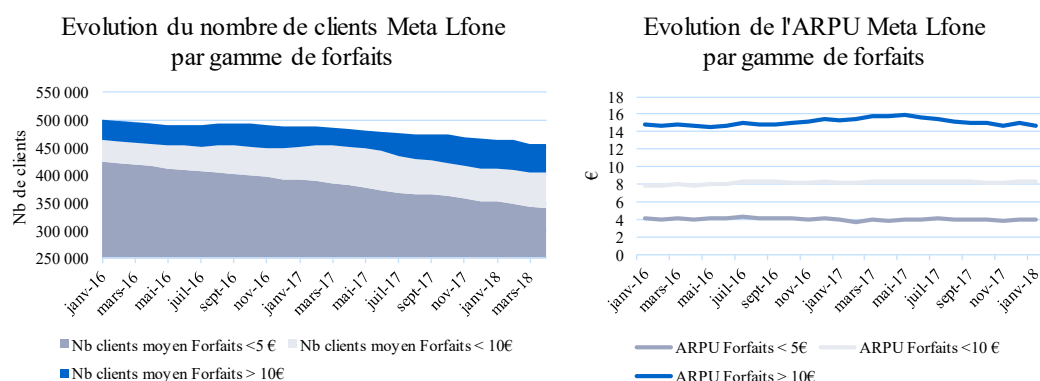
Téléphonie "mobile" 2015-2017



NB : donnée de ROCaprès MEE non publiée pour 2015

Source : DDR 2015 à 2017

La proportion de la clientèle qui souscrit des forfaits à prix élevés a en effet augmenté au cours de la période, conformément à l'évolution des usages de consommation accrue de data. L'ARPU moyen augmente marginalement de 5,2€/mois en 2015 à 5,7 €/mois en 2017. La principale explication de la décroissance du nombre global de clients est la compétition sur le marché mobile résidentiel où une « guerre des promotions » très dynamique succède à une guerre des prix.



Source : Données analytiques Meta Lfone communiquées par le management janvier 2016 à avril 2018

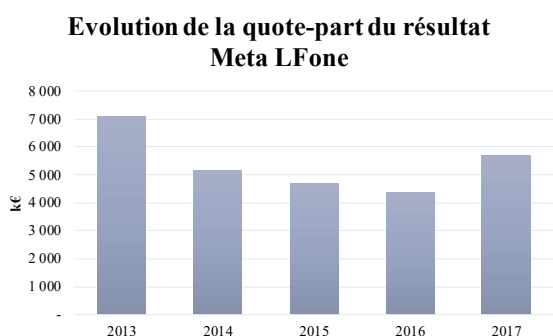
L'analyse des données de janvier à avril 2018 confirme la tendance observée d'accélération de la baisse du parc de clients moyen :

- En 2016, le nombre de clients moyen a baissé de -3%
- En 2017, le nombre de clients moyen a baissé de -5%
- En 2018, sur les 4 premiers mois, le nombre a baissé de -2%, soit une tendance de -7% en rythme annuel et même de -8% en extrapolant la poursuite de la tendance sur les 8 derniers mois de l'année.

Il convient de souligner que la Société fait régulièrement évoluer ses offres. La dernière refonte a été réalisée en juin 2017. Les tendances observées tiennent compte de ces évolutions.

Nous comprenons, par ailleurs, que l'arrivée des réseaux 5G de nouvelle génération, autour de 2020, ne constitue pas une limite du modèle MVNO dès lors que l'Arcep devrait continuer de promouvoir la possibilité d'intervention d'acteurs indépendants sous la forme d'obligations faites aux opérateurs télécoms nationaux d'ouverture de leurs services et d'application de tarifs compétitifs d'accès à leur réseau.

Le $ROC_{\text{après MEE}}$ est d'une part dépendant de l'évolution du chiffre d'affaires d'ensemble et de sa répartition par forfait et sensible aux conditions d'achats télécoms négociés chaque année avec SFR, dans le cadre du contrat de MVNO conclu avec la Société. En substance, cet agrégat est proche de la quote-part de résultat transférée chaque année par Meta Lfone. La performance de l'année 2017 résulte des effets ponctuels de la négociation avec SFR et ne reflète pas un effet sur le nombre de clients.

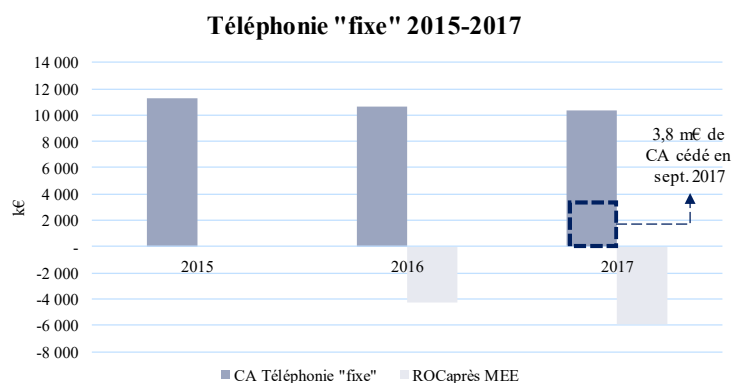


Source : DDR 2013 à 2017

Téléphonie « fixe »

La Téléphonie « fixe » correspond d'une part à l'exploitation de fonds de commerce, principalement BtoB, acquis par croissance externe et revendu à la société I.T.N. en septembre 2017 et, d'autre part, à la commercialisation à une clientèle, principalement interne, de services variés.

Le chiffre d'affaires 2017 des fonds de commerce cédés s'élevait à 3,8 m€ en 2017 et générait un résultat opérationnel positif de 0,2 m€.



NB : donnée de ROC après MEE non publiée pour 2015

La décroissance du chiffre d'affaires de près de -9% entre 2015 et 2017 s'inscrit dans une tendance long terme. L'utilisation du réseau téléphonique commuté (RTC) est par ailleurs limitée dans le temps, avec une extinction programmée à partir de 2022, en parallèle de la généralisation des réseaux de fibre optique selon les objectifs décrits par l'ARCEP.

Le niveau de perte affiché par la Téléphonie « fixe » en 2016 et 2017 (données 2015 non publiées) résulte de la perte enregistrée sur l'offre WifiLib qui additionne le déficit d'exploitation en période de lancement et les dépréciations d'actifs. En 2016, les dépréciations avant impôts se sont élevées à -1,8 m€ sur des écarts d'acquisition de services de télécommunications internationales et à -4,3 m€ sur la valeur nette comptable de l'IRU Completel, enregistré en immobilisation corporelle et amorti depuis sa date de signature en 2005 et amorti sur la durée du contrat, soit 15 ans. Les autres activités ont une performance légèrement positive ou négative selon les exercices.

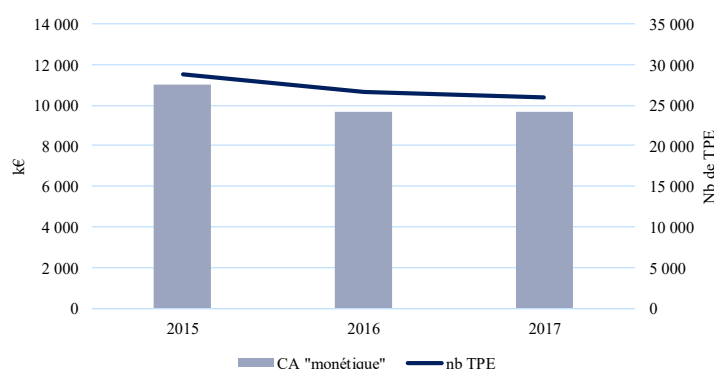
3.4.3. CARACTERISTIQUE DE L'ACTIVITE « FINTECH » 2015-2017

Le document de référence 2017 décompose l'activité Fintech en « monétique » et « paiement ».

Fintech « monétique »

En 2016, la Société a décidé de constituer une équipe commerciale dédiée à la conquête de nouveaux clients pour limiter l'érosion constante observée sur le fonds de commerce historique exploité par la Société. L'érosion du chiffre d'affaires est corrélée au nombre de TPE installés, légèrement compensée en 2017 par une augmentation du revenu moyen. L'augmentation des coûts commerciaux pèse ainsi sur la marge depuis 2016. Les objectifs à moyen terme visent la stabilisation du chiffre d'affaires.

Fintech "monétique" 2015-2017



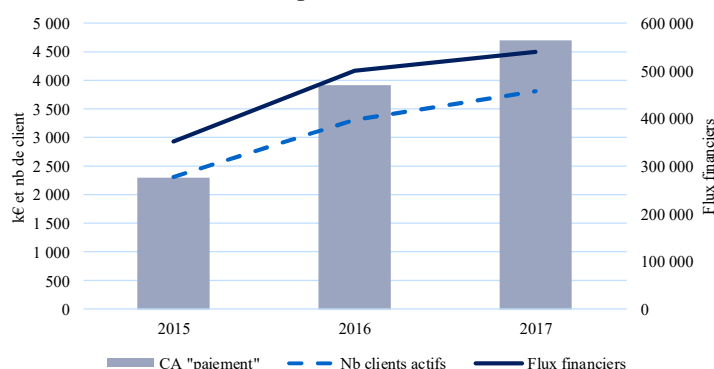
Source : DDR 2015 à 2017

Le nombre de TPE actifs à fin avril 2018 est comparable à celui de la fin de l'exercice 2017, et se situe au-dessus des prévisions budgétaires qui anticipaient une baisse. Une partie de cette évolution résulte d'une opération ponctuelle d'offre promotionnelle attractive au cours des mois de décembre 2017 et janvier 2018. Le chiffre d'affaires total à fin avril 2018 apparaît en dessous des prévisions baissières. Selon le management, la tendance de fond d'attrition du nombre de TPE reste l'hypothèse privilégiée.

Fintech « paiement »

Depuis 2011, l'agrément donné par l'ACPR à la société Afone Paiements a permis de développer une activité d'établissement de paiement. Le chiffre d'affaires a plus que doublé entre 2015 et 2017 sous l'effet principal de l'augmentation des flux financiers sous-jacents à la perception des commissions de paiement. Ces flux ont augmenté à un rythme moins rapide que le nombre de clients, témoignant de la diminution des flux financiers moyens, c'est-à-dire de l'élargissement des usages. Les clients des solutions de paiement sont principalement orientés BtoC.

Fintech "paiement" 2015-2017



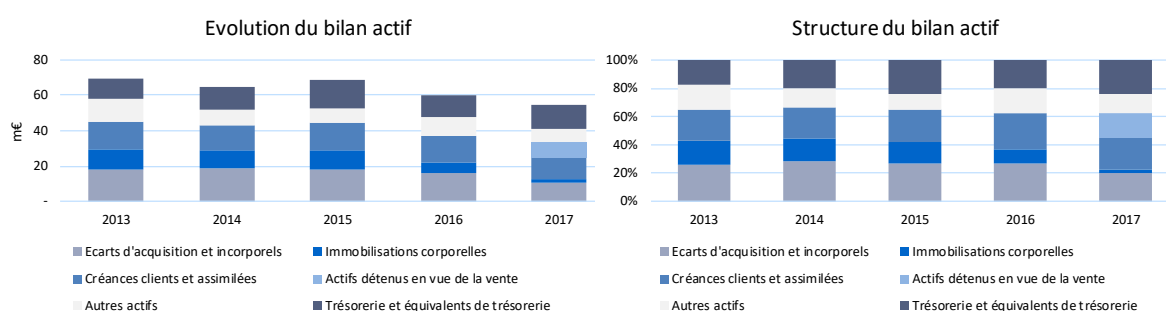
Source : DDR 2015 à 2017

La rentabilité de l'activité dépend, au-delà du volume de flux gérés, du niveau des commissions prélevées par les réseaux de cartes de paiement dont les niveaux varient dans le temps et selon les pays. En France, l'activité n'a pas encore atteint son point d'équilibre en 2017. C'est pourquoi la Société a identifié comme relais de croissance, le déploiement de l'offre à l'international.

Le lancement en 2017 d'une succursale en Italie pour développer l'offre commerciale « paiement » ne générera de chiffre d'affaires qu'à partir de 2018. Les coûts de cette diversification sont des coûts d'exploitation puisque c'est l'infrastructure déjà existante qui sera utilisée à distance. L'ouverture d'une autre succursale européenne est en cours.

3.5 EVOLUTION DE LA STRUCTURE DU PATRIMOINE

La structure de l'actif consolidé de la Société a baissé de -22% au cours de la période 2015-2017, soit -15,4 m€.



Source : DDR 2013 à 2017

Au-delà de la baisse du BFR qui représente -1,7 m€ de la variation totale, plusieurs événements expliquent la baisse de l'actif.

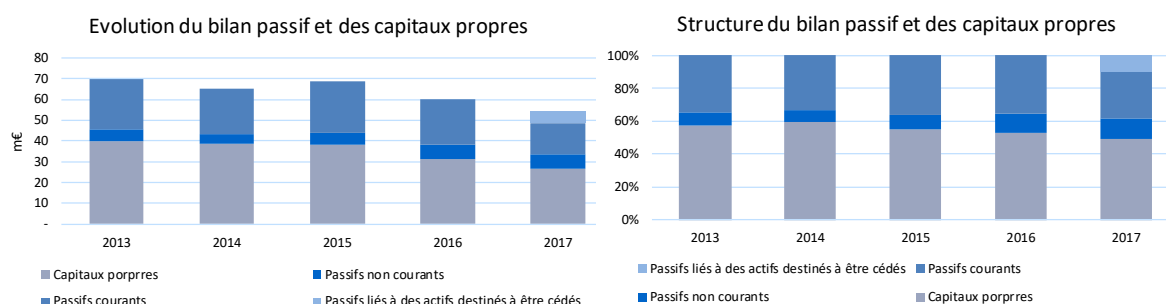
Les écarts d'acquisition ont augmenté en 2014/2015 de 1 m€ au terme de l'acquisition d'ASTP, et diminué de 1 m€ en 2017 à l'occasion de la cession fonds de commerce de téléphonie fixe. Par ailleurs, en 2016, la revue stratégique des actifs s'est traduite par un impact de dépréciation de -1,9 m€ des écarts d'acquisition.

Les immobilisations corporelles ont été affectées en 2014 et 2015 par le développement et le lancement de l'activité Wifi Lib. En outre, en 2016, une fraction de l'infrastructure télécom a fait l'objet d'une dépréciation de -4,3 m€.

Le déploiement d'une offre « paiement » par une nouvelle succursale en Italie en 2017 ne pèse pas sur les investissements dès lors qu'il s'agit d'un déploiement commercial qui impacte les coûts d'exploitation et qui s'appuie sur les infrastructures techniques existantes de la Société.

Le niveau de la trésorerie s'est maintenu à un niveau élevé et représente 22% de l'actif au 31 décembre 2017 contre 17% au 31 décembre 2013. En 2016, un changement de présentation comptable des flux de trésorerie collectés pour le compte des clients mobile a conduit à diminuer symétriquement la trésorerie et les dettes consolidées de -2,7 m€.

En 2017, la perspective de la cession de l'activité « Sécurité » a justifié le reclassement du patrimoine correspondant dans la rubrique des actifs détenus en vue de la vente, pour un total de 9,4 m€. Les immobilisations corporelles sont particulièrement concernées.



Source : DDR 2013 à 2017

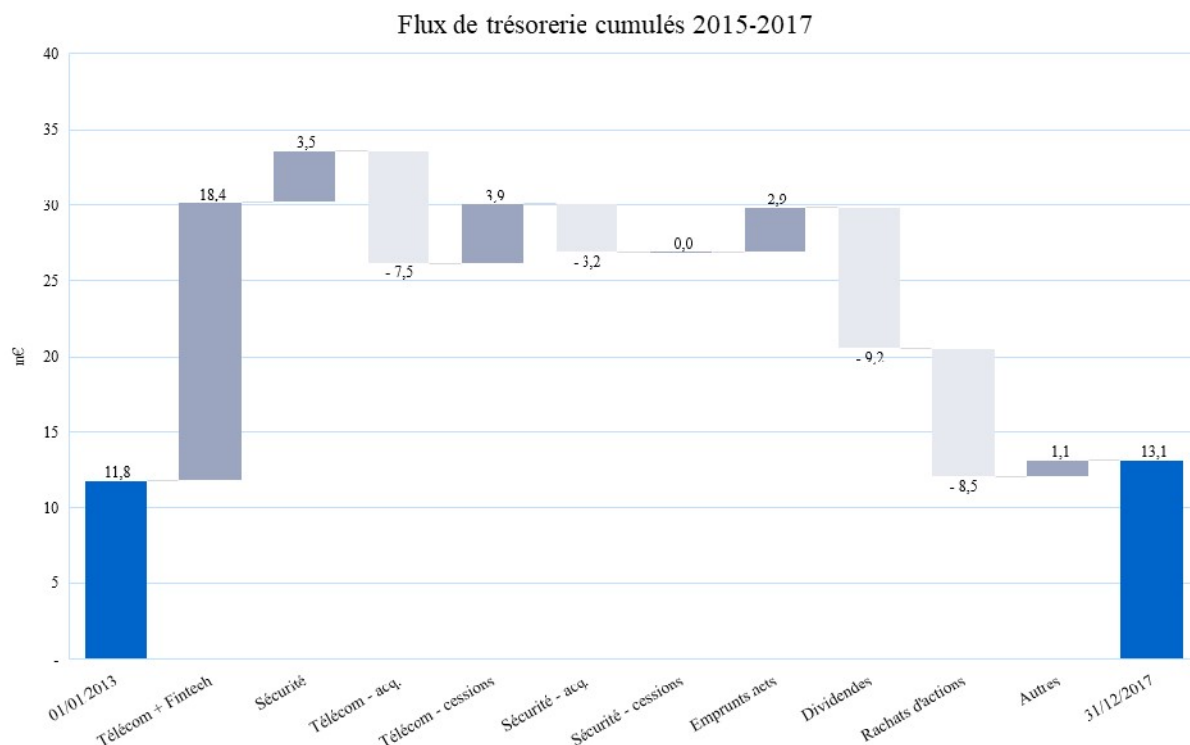
La baisse des capitaux propres du groupe est principalement expliquée par la politique de dividendes et de rachats d'actions en vue de leur annulation.

La Société affiche un résultat net consolidé bénéficiaire moyen de 2,8 m€ entre 2013 et 2017, à l'exception notable de 2016 dont la perte de -3,3 m€ est la conséquence de la dépréciation ponctuelle d'écarts d'acquisition et d'actifs incorporels pour plus de 6,2 m€. La baisse nette des capitaux propres résulte d'une politique de distribution constante d'un niveau moyen de 2,3 m€ par an et de l'amplification des réductions de capital par annulation d'actions propres rachetées. Le programme de rachat, orienté explicitement depuis 2015 vers la réduction du capital a représenté des montants croissants : 0,3 m€ en 2014, 1,5 m€ en 2015, 1 m€ en 2016 et 5,7 m€ en 2017. Au 31 décembre 2017, les actions propres possédées par la Société représentent un coût d'achat total de 3 545 k€. Compte tenu des limites légales, la Société n'a racheté, à la date du présent rapport, que 2.548 actions sur le marché depuis le 1^{er} janvier 2018.

Les autres composantes du passif sont globalement stables. Il convient de souligner que l'endettement bancaire à long terme a augmenté au cours des trois derniers exercices pour répondre à la politique de diversification des sources de financement et la volonté du management de maintenir un niveau élevé de trésorerie. Et par ailleurs, la Société bénéficie d'un volant de dépôts de garantie versés dans le cadre de l'activité « Monétique » d'un montant moyen de 2,4 m€ au cours de la période récente.

Les variations de BFR ont une amplitude annuelle de l'ordre de 3 m€ au cours de la période récente. La société ne procède pas à un suivi détaillé du BFR et n'a pas fourni d'analyses des variations récentes. Nous n'avons pas relevé de risque significatif de non-recouvrement.

3.6 EVOLUTION DE LA TRESORERIE



Source : DDR 2013 à 2017

L'activité « Télécom + Fintech » contribue à près de 85% des flux de trésorerie générés par l'exploitation, portée par la contribution de Meta LFone qui s'élève en moyenne à 5 m€ sur les trois derniers exercices.

Les investissements de l'activité « sécurité » sont, d'une manière générale, directement liés à la mise en place de nouveaux contrats clients. En effet, les matériels acquis sont stockés jusqu'à leur mise à disposition des clients : à cette date, ils sont immobilisés et amortis sur la durée des contrats. En 2014, les capex ont été augmentés des montants d'acquisitions des titres de la société ASTP et du fonds de commerce SGIR.

Les capex « Télécom + Fintech » concernent à la fois les améliorations apportées à l'infrastructure de cœur de réseau, soit environ 1,5 m€, les investissements réalisés dans le cadre du projet WifiLib au cours de la période 2014 à 2017, dont notamment 1,7 m€ en 2016. Pour mémoire, les actifs de téléphonie fixe ont été dépréciés de 4,3 m€ (hors écarts d'acquisition) en 2016 au terme d'une revue stratégique des activités. Les cessions de la société Sextant en 2015 et des fonds de commerce de la téléphonie fixe en 2017 ont généré 3,4 m€ d'encaissements au cours de la période 2013 à 2017.

La politique de diversification des sources de financement, renforcée au cours des trois derniers exercices, se traduit par une contribution nette de 2,9 m€ à la trésorerie entre 2013 et 2017.

Les distributions de dividendes sont régulières et réalisées sous forme d'un acompte versé au mois de décembre et d'un solde versé à la suite de l'assemblée générale annuelle approuvant les comptes.

Le tableau suivant rappelle les montants attachés à chaque exercice.

Afone Participations		2013	2014	2015	2016	2017
Résultat net social	k€	7 874	6 735	7 529	-10 313	5 521
Résultat net par actions	€	1,34	1,14	1,34	-1,92	1,19
Dividende par actions	€	0,58	0,33	0,40	0,31	0,80
Payout ratio	%	43%	29%	30%	n.a.	67%
Dividende versé au cours de l'exercice	k€	2 846	1 830	2 149	2 420	2 035 *

* Acompte versé en décembre 2017, complété en juin 2018 d'un versement de 1.856 k€

Source : DDR 2013 à 2017

Le Conseil d'administration du 15 décembre 2017 a décidé le versement d'un acompte de 0,40 € par action, soit un montant de 2 m€. L'assemblée générale du 30 mai 2018 a décidé du versement d'un dividende total de 0,80 € par action.

Un programme de rachat d'actions est décidé en assemblée générale de façon régulière. Au cours de la période 2013 à 2017, le prix maximum de rachat par action est systématiquement fixé à un niveau de 30 € très largement supérieur au cours de bourse. En conséquence, les dirigeants ont eu une marge de manœuvre importante pour mettre en œuvre des rachats d'actions dans la limite des règles légales. Le programme a été accéléré au cours de l'exercice 2017. Le montant d'actions annulées s'élève à 5,7 m€.

3.7 CESSIION DE L'ACTIVITE « SECURITE »

Le 9 avril 2018, la Société a annoncé la cession de la totalité de l'activité Sécurité à la filiale française du groupe norvégien Sector Alarm. La transaction s'inscrit dans la nouvelle orientation stratégique du groupe.

Présentation sommaire du groupe Sector Alarm

Sector Alarm AS est une société norvégienne, non cotée, dont le capital est détenu à 88% par la société Isanor Invest AS. Le groupe revendique le second rang des entreprises européennes de sécurité. Le groupe, qui est présent en Scandinavie, en Irlande et en Espagne, affiche un chiffre d'affaires de 472 m€ en 2017 et une rentabilité positive.

Etat de la transaction

Au terme d'un processus de cession incluant, conformément aux usages, une phase de due diligence, un protocole de cession a été signé le 9 avril 2018. Le montant convenu pour la cession de 100% des titres de la société Afone Sécurité SAS s'élève à 12 m€ et s'accompagne du remboursement d'un compte-courant d'actionnaire à hauteur de 1,6 m€.

La transaction a été finalisée le 6 juin 2018, après l'obtention de l'autorisation du Ministère de l'Economie et des Finances.

Impact de la transaction

L'activité Sécurité a contribué à hauteur de 6,7 m€ au chiffre d'affaires 2017 et de 0,3 m€ au résultat opérationnel courant. Le prix de cession représente environ 32% de la capitalisation boursière de la Société et l'effectif de la sécurité 31% de l'effectif total du groupe. Les critères d'appréciation d'un actif significatif, tel qu'ils sont définis par la position-recommandation de l'AMF n°2015-05 ne sont pas remplis.

Sur la base des capitaux propres affectés à l'activité Sécurité dans les comptes consolidés au 31 décembre 2017, soit 4,2m€, la plus-value de cession peut être estimée, hors frais, à 7,8 m€.

La cession n'a pas nécessité de détournage dès lors que l'ensemble de l'activité sécurité est localisé dans la société Afone Sécurité et sa filiale Afone Services.

3.8 ELEMENTS DE PASSAGE DE LA VALEUR D'ENTREPRISE A LA VALEUR DES CAPITAUX PROPRES

Un ajustement positif s'élevant à 16 m€ doit être pris en compte pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres à la date d'évaluation du 31 mai 2018.

En k€	31/05/2018
Trésorerie nette	8 030
Dettes financières	(5 069)
Trésorerie	13 099
Autres ajustements à caractère de dette	(5 481)
Intérêt minoritaires	(174)
Dividendes (solde théorique à verser)	(1 856)
Provisions et autres éléments	(952)
Dépôts et cautionnements reçus	(2 499)
Autres ajustements à caractère de trésorerie	14 297
Cession activité sécurité	13 601
Autres éléments	696
Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres	16 846

La trésorerie nette de la société est composée des éléments suivants, issus du reporting de trésorerie du groupe au 31 mai 2018, hors impact de l'activité Sécurité :

- trésorerie, valeurs mobilières de placement et dettes bancaires du groupe : les montants à fin mai 2018 sont issus du reporting communiqué par la Société pour l'ensemble des activités ;
- dépôts et cautionnements reçus retenus pour leur valeur comptable au 31 décembre 2017. Les clients de l'activité « monétique » versent une caution en échange de la mise à disposition d'un TPE, au début de la période contractuelle de quatre ans, renouvelable par période d'un an. Ils sont remboursés en fin de contrat.

Les ajustements suivants, représentatifs d'une augmentation de la dette financière, ont été réalisés :

- les intérêts minoritaires de 4,4% relatifs à l'activité Fintech « paiement » ont été valorisés à partir de la valorisation résultant de l'application de la méthode DCF ;
- les provisions pour risques et charges et les engagements de retraite ont été retenus pour leur valeur comptable au 31 décembre 2017. Aucune évolution significative ne nous a été signalée ;
- versement pour 1,9 m€ de dividendes correspondant au solde restant à verser à la suite de l'assemblée générale du 30 mai 2018 et de l'acompte versé en décembre 2017, déduction faite de la fraction attribuable aux actions d'autocontrôle.

Les ajustements suivants, qui augmentent le montant de trésorerie de la Société, ont également été appliqués :

- le montant convenu pour la cession de la totalité des titres de l'activité « Sécurité » s'élève à 12 m€ et s'accompagne du remboursement d'un compte-courant d'actionnaire à hauteur de 1,6 m€. L'hypothèse d'un paiement au 30 juin 2018 a été retenue, ces flux ont donc été actualisés à la date du 31 mai 2018 ;
- le déficit reportable de l'activité Fintech « Paiement » a été valorisé à un taux d'impôt de 25% appliqué à l'estimation de ce déficit à l'horizon du plan d'affaires, soit un montant de 0,7 m€.

3.9 SYNTHÈSE DES FORCES ET FAIBLESSES, RISQUES ET OPPORTUNITÉS

En synthèse de la présentation d'Afone Participations, nous avons retenu les points clés suivants :

OPPORTUNITÉS	FORCES
- Déploiement à l'international de l'activité "paiement" - Innovation résultant de l'effort R&D - Prises de participation dans des sociétés conformément avec la nouvelle orientation stratégique validée par l'Assemblée du 21 septembre 2017	- Portefeuille d'activités rentables dont le périmètre historique a varié pour accompagner des usages de marché. Cette capacité d'évolution résulte à la fois d'une stratégie centrée sur les services associés aux flux télécoms, de l'innovation et de la rapidité du processus décisionnel de la société - Maîtrise de la complexité des réseaux et des technologies sous-tendant ses offres - Partenariat avec E. Leclerc dans la téléphonie mobile, assurant une distribution de l'offre de téléphonie mobile dans les magasins du groupe - Réussite des opérations récentes de recentrage de l'activité - Solidité et indépendance de la structure financière : recours limité à l'endettement bancaire, situation de trésorerie nette positive
FAIBLESSES	MENACES
- Complexité de l'organisation du groupe et enjeux de réduction des coûts fixes - Diversification dans les réseaux wifi, lancée en 2014 - Poids de SFR en qualité de fournisseur télécoms - Utilisation d'une partie de la trésorerie pour la réalisation des programmes de rachat et d'annulation d'actions - Taille insuffisante pour devenir un opérateur télécoms indépendant (le coût des licences est une barrière à l'entrée sur le marché)	- Erosion des parts de marché et des marges dans le secteur très concurrentiel des services de télécommunication - Difficulté à recruter les équipes et les talents indispensables au développement des offres sur les plans technique et commercial - Rupture technologique venant concurrencer l'usage des terminaux de paiement électronique - Renforcement des réglementations de conformité pesant sur les marges (protection des données personnelles, réglementation télécoms, réglementation Fintech) - Risque de faille dans la sécurisation de l'activité "paiement". Et d'une façon générale, exposition au risque de fraude dans l'activité Fintech. - Risque de dépréciation des actifs écarts d'acquisition

Il convient de souligner que l'ensemble des activités de la Société relève de compétences technologiques mises en œuvre dans des environnements fortement réglementés ou régulés par l'Arcep (Télécoms) et l'ACPR (Fintech). En matière commerciale, les marchés sur lesquels opère la société sont des niches, concurrencées par les principaux acteurs de ces marchés : opérateurs télécoms, établissements bancaires. Notre appréciation des barrières à l'entrée est les suivantes :

Marché	Offre	Barrières technologiques	Barrières réglementaires	Barrières commerciales
Téléphonie	Téléphonie mobile	**	**	***
	Téléphonie fixe	*	**	**
Fintech	Monétique	*	**	**
	Paieement	*	***	***

3.10 PRISE EN COMPTE DES CARACTERISTIQUES DE LA SOCIETE DANS LES TRAVAUX D'EVALUATION

Le **premier constat** réside dans la diversité des activités déployées par la Société sur des marchés dont les paramètres et les tendances sont fondamentalement différents. Le positionnement de la Société apparaît unique de ce point de vue : aucune société ayant un périmètre d'activité comparable n'a été identifiée.

En conséquence, nous considérons d'abord qu'en dehors de l'indication de valeur donnée par le cours de bourse, il n'existe pas d'approche pertinente de la valeur globale de la Société, par opposition à une valeur obtenue par addition des valeurs de chacune des activités.

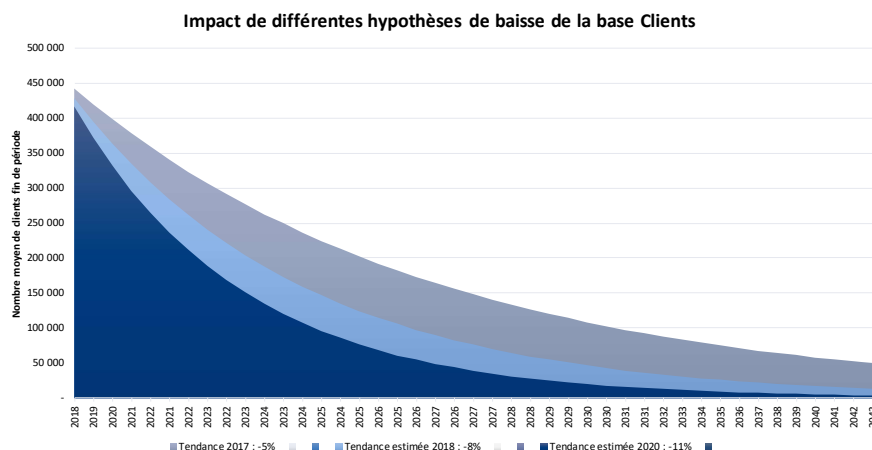
Dans une approche de valorisation par la somme des parties, la transposition de multiples de marché nécessiterait une attention particulière : par exemple, le chiffre d'affaires consolidé de la Téléphonie « mobile » de la Société ne correspond pas à la facturation des abonnements aux clients finaux dès lors que la société Meta LFone est mise en équivalence, la rentabilité de cette activité, dans les comptes consolidés, prend en compte la rentabilité de Meta LFone et celle d'AFone Participations.

Le **deuxième constat** porte sur l'horizon décroissant de certaines activités de la Société.

- Activité de Téléphonie « mobile » : nous estimons que la diminution du parc de clients s'inscrit dans la durée dans un contexte de compétition exacerbée entre les acteurs du marché. Les évolutions mensuelles observées depuis 18 mois confirment cette tendance, étant rappelé que la Société a renouvelé ses offres en juin 2017.

S'agissant de l'activité de téléphonie mobile, la baisse du parc de clients n'a pas été modélisée par le management au-delà de 2020. Elle devrait, selon nous, prendre en compte l'accélération du rythme de cette baisse et conduire à une décroissance de la performance.

Le graphique suivant illustre le fait qu'une réduction annuelle de 5%, soit le taux observé en 2017, aboutit à une base résiduelle de 50.000 clients dans 40 ans. Et qu'une réduction annuelle de 8%, estimée probable pour 2018, atteint ce niveau dans un horizon de 27 ans.



L'évolution du rythme de perte de clients est déterminée par des paramètres multiples, et pour la plupart en dehors du contrôle de la Société, parmi lesquels : (i) l'évolution des usages des clients, (ii) l'évolution des offres de gros des principaux opérateurs télécoms (iii) l'évolution de l'attractivité des offres de détail de ces opérateurs télécoms, en particulier lors du lancement de la nouvelle technologie 5G en 2020, (iv) la définition des offres réalisées conjointement avec le groupe E. Leclerc.

Plusieurs approches de modélisation de la valeur de l'activité « Mobile » sont susceptibles de refléter cette tendance décroissante. Nous avons privilégié un modèle de rente décroissante pour les raisons suivantes :

- L'activité « Mobile » présente, selon nous, les caractéristiques d'une rente : fortes barrières à l'entrée, absence d'investissements significatifs, positionnement alternatif des offres par rapport aux principaux opérateurs télécoms.
- La tendance décroissante reflète la situation concurrentielle, sans possibilité de différenciation technologique.
- La logique long terme de ce modèle est cohérente avec l'existence d'un partenariat qui s'inscrit dans la durée.

- **Activité de Téléphonie « fixe »** : le déclin de l'activité a conduit le management à en réduire significativement le périmètre avec la cession de fonds de commerce en septembre 2017. L'activité résiduelle est à la fois orientée principalement vers la prestation de service interne et s'inscrit dans le contexte d'extinction programmée du réseau téléphonique commuté à partir de 2022. La Société prévoit l'absence d'investissement sur l'infrastructure correspondante et la disparition progressive des clients externes au groupe à horizon 2020.

En conséquence, nous avons estimé pertinent de ne pas fonder de valeur au-delà de cet horizon, en précisant que les prévisions tiennent compte de l'arrêt de l'offre WifiLib et des pertes correspondantes, sans générer de coûts significatifs de terminaison.

- **Activité Fintech « monétique »** : les objectifs de la Société de maintien du chiffre d'affaires de cette activité apparaissent défensifs. La mise en place d'une équipe commerciale de conquête de nouveaux clients depuis 2016 n'a pas inversé l'érosion constatée du nombre de terminaux actifs. La baisse annuelle de 10% du chiffre d'affaires, observée en moyenne en 2016 et 2017, reflète à la fois un recul en volume, en prix moyen et la baisse des revenus annexe (maintenance, etc.). La stabilisation récente du nombre de TPE installés est acquise en contrepartie d'offres commerciales attractives, c'est-à-dire d'une dégradation des marges. Enfin, la Société n'écarter pas le risque d'évolution rapide des usages qui concurrencerait ou rendrait obsolète le recours à des terminaux de paiement.

En conséquence, l'horizon du plan d'affaires à fin 2020 ne permet pas de refléter une tendance longue de recul de l'activité et des marges.

Le **troisième constat** est que la valorisation de l'activité Sécurité peut valablement s'appuyer sur la transaction finalisée avec la société Sector Alarm en juin 2018. Cette transaction a été réalisée au terme d'un processus classique ayant permis en particulier à l'acquéreur de procéder aux diligences qu'il souhaitait. Le paiement du prix de la transaction n'est pas différé dans le temps.

En conséquence, nous n'estimons pas nécessaire de mettre en œuvre d'autres approches d'évaluation de cette activité.

Enfin, le **quatrième constat** est que l'activité de Téléphonie « mobile » est principalement développée dans le cadre d'un partenariat capitalistique avec le groupe E. Leclerc. Ce lien est à la fois juridique et économique,

L'approche d'une valorisation du fonds de commerce, indépendante de l'attrition du parc clients, ne nous paraît pas pertinente. Nous rappelons en outre que les références de transaction portant sur des MVNO ne sont pas récentes et que les conditions de leurs réalisations ne sont pas directement transposables notamment à cause (i) des différences de positionnement des offres commerciales, (ii) de la structure capitalistique du partenariat entre le groupe E. Leclerc et la Société.

4 EVALUATION MULTICRITERE DE L'ACTION AFONE PARTICIPATIONS

4.1 METHODES ECARTEES

Nous justifions ci-après le choix de ne pas prendre en compte les méthodes d'évaluation reposant sur l'actif net comptable (§ 4.1.1), l'actif net réévalué (§ 4.1.2), l'actualisation des dividendes (§ 4.1.3), la référence aux objectifs de cours des analystes financiers (§ 4.1.4), la référence au prix d'une transaction récente sur le capital (§ 4.1.5), les comparables boursiers (§ 4.1.6) et les transactions comparables (§ 4.1.7).

4.1.1 ACTIF NET COMPTABLE (ANC)

La méthode de l'ANC n'a pas été retenue car l'actif net comptable ne reflète que les performances passées d'Afone Participations. Cette approche apparaît peu pertinente dans la mesure où elle ne tiendrait compte ni de la valeur réelle des actifs, notamment incorporels (relation clients, image de marque, parts de marché, savoir-faire, etc.) ni des perspectives futures.

4.1.2 ACTIF NET REEVALUE (ANR)

La méthode de l'ANR consiste à corriger l'ANC des plus ou moins-values latentes identifiées à l'actif, au passif ou parmi les éléments hors-bilan, au jour de l'évaluation, et donc à évaluer séparément les actifs et passifs (hors capitaux propres) constitutifs du patrimoine de la Société.

Cette méthode, souvent utilisée pour évaluer les sociétés de portefeuille détenant des participations financières minoritaires ou les sociétés de certains secteurs spécifiques (holdings, sociétés foncières, etc.), est particulièrement adaptée aux entreprises dont les principaux actifs ont une valeur sur un marché identifié, ce qui n'est pas le cas d'Afone Participations dont les actifs sont essentiellement des actifs d'exploitation.

4.1.3 ACTUALISATION DES DIVIDENDES

Cette méthode consiste à actualiser les flux prévisionnels de dividendes versés par une société à ses actionnaires.

Elle est particulièrement adaptée aux sociétés dont la politique de dividendes est régulière, stable dans le temps et en adéquation avec leur capacité de distribution.

Les distributions de dividendes par Afone Participations sont régulières et réalisées sous forme d'un acompte versé au mois de décembre et d'un solde versé à la suite de l'assemblée générale annuelle approuvant les comptes. Cependant, ces distributions sont à la discrétion des actionnaires de référence agissant de concert. De plus, le montant des dividendes versés n'est ni stable dans le temps, ni fonction du niveau de flux dégagés comme l'indique la variabilité du ratio de distribution sur la période récente. C'est pourquoi nous n'avons pas jugé pertinent de tenir compte d'une valorisation fondée sur une estimation de dividendes futurs.

Par ailleurs, cette méthode ne permettrait pas d'appréhender la totalité des flux de trésorerie générés par l'activité d'Afone Participations, à la différence, par exemple de la méthode d'actualisation des flux de trésorerie (DCF).

4.1.4 REFERENCE AUX OBJECTIFS DE COURS DES ANALYSTES FINANCIERS

La société Afone Participations n'étant pas suivie par des analystes financiers de référence, nous n'avons pas été en mesure d'appliquer cette référence de valorisation.

4.1.5 REFERENCE AU PRIX D'UNE TRANSACTION RECENTE SUR LE CAPITAL

Aucune transaction récente portant sur les actions d'Afone Participations n'a été identifiée.

4.1.6 COMPARABLES BOURSISERS

Cette méthode consiste à appliquer les multiples de valorisation moyens ou médians d'un échantillon de sociétés cotées opérant au sein d'un secteur d'activité comparable. Nous avons procédé à une analyse des sociétés cotées présentes sur des activités Fintech et Télécoms et avons notamment identifié les sociétés suivantes :

- activité Fintech : Ingenico Group, SafeCharge International Group, PayPoint, Wirecard, Worldline et Worldpay ;
- activité Télécoms : Altice, BT Group, Deutsche Telekom, Iliad, Orange, Telecom Italia, Telefonica, Telenor et Vodagone Group.

Nos analyses des caractéristiques financières et opérationnelles nous ont conduits à écarter in fine la méthode des comparables boursiers pour les raisons suivantes :

- diversification des activités : par l'intermédiaire de son activité Fintech, Afone Participations assure uniquement le traitement des flux de paiement (« processing ») quand les sociétés cotées identifiées opèrent à différents niveaux de la chaîne de valeur, notamment au sein d'activités de mise à disposition de cartes de paiements (« issuing ») et d'acquisition de transactions (« acquiring »), qui présentent des profils variés en termes d'intensité capitalistique, de niveau de marge et de niveau de risque ;
- business model : Afone Participations, pour son activité Télécoms, ne dispose pas de son infrastructure en propre dès lors qu'elle opère en tant que MVNO. Les niveaux de rentabilité ne peuvent pas être comparés avec des opérateurs télécoms MNO ;
- présence géographique : la société Afone Participations est présente quasi-exclusivement en France lorsque les sociétés composant les échantillons opèrent internationalement ;
- clientèle adressée : en ce qui concerne les activités BtoB, les sociétés cotées sont davantage focalisées sur les grands comptes.

Nous présentons en annexe de ce rapport des données sur les multiples de valorisation de sociétés cotées des secteurs Fintech et Télécoms.

4.1.7 TRANSACTIONS COMPARABLES

Cette méthode consiste à appliquer les multiples de valorisation moyens ou médians d'un échantillon de transactions récentes ayant eu lieu entre des sociétés opérant au sein d'un secteur d'activité comparable.

La fiabilité de cette approche dépend de la capacité à :

- identifier un échantillon de transactions pour lequel les cibles sont comparables à la société valorisée ;
- disposer d'une information fiable et de qualité quant aux transactions retenues dans l'échantillon ;
- pouvoir identifier dans le prix payé une éventuelle prime spécifique relative à un intérêt stratégique particulier ou la présence de synergies qui varient d'une opération à une autre.

Au cas d'espèce, l'application d'une telle méthode trouve également ses limites dans les raisons invoquées pour l'approche par les comparables boursiers. C'est pourquoi, nous avons écarté la méthode des transactions comparables.

Nous présentons néanmoins en annexe de ce rapport les transactions que nous avons analysées ainsi que leurs multiples de valorisation lorsque les informations sont disponibles.

4.2 METHODES RETENUES

4.2.1 COURS DE BOURSE

Les actions de la société Afone Participations (ticker : AFO, code ISIN : FR0000044612) sont cotées sur le compartiment C du marché NYSE Euronext.

Le graphique ci-dessous montre l'évolution du cours ainsi que le volume d'actions échangées et les événements majeurs ayant pu avoir une incidence sur le cours de bourse sur les deux dernières années (période du 30 mai 2016 au 29 mai 2018, date de l'annonce de l'opération, prolongée au 15 juin 2018) :



Source : S&P Capital IQ

Le graphique met globalement en évidence trois phases d'évolution du cours de bourse de la société à partir de la publication des résultats du 1^{er} semestre 2016 :

- La première phase en tendance baissière de début octobre 2016 à début février 2017 intervient après la publication des résultats semestriels décevants du premier semestre 2016, avec notamment une baisse du résultat opérationnel de -56,6%. Environ 1.900 titres sont échangés par jour en moyenne sur la période ;
- La seconde phase en tendance haussière de début février 2017 à fin novembre 2017. Cette période est impactée par la publication des résultats annuels 2016 le 24 mars 2017, marquée par la forte diminution du résultat opérationnel, et les rachats d'actions opérés par la société dont les volumes sont en forte augmentation. Environ 4.120 titres sont échangés par jour en moyenne sur la période ;

- La troisième phase en tendance stable de début décembre 2017 à fin avril 2018. Au cours de cette période, une baisse significative des volumes de rachat d'actions est observée. Environ 600 titres sont échangés par jour en moyenne sur la période.

A la suite de l'annonce de l'Offre, le cours d'Afone Participations s'est apprécié à un cours supérieur au prix de l'Offre pour tenir compte du détachement du solde du dividende de 0,40 € intervenu le 5 juin 2018. Le cours s'est depuis réajusté à un cours relativement proche du prix de l'Offre.

Les deux derniers plans de rachat d'actions ont été validés en assemblée générale extraordinaire, le premier en date du 26 mai 2016 et le second le 15 juin 2017. Pour rappel, le second plan de rachat d'actions permet à la société de racheter jusqu'à 10% du capital pour un montant maximal de 16,2 M€. Ce ratio a été atteint au début de l'année 2018, ce qui se matérialise par une absence de rachats d'actions sur les mois de mars, avril et mai. Ainsi, depuis le 30 mai 2017, la société a racheté 694.397 titres pour près de 5,5 M€. Sur la même période, les volumes totaux s'élèvent à 848.560 titres, les rachats d'actions représentent donc plus de 80% des volumes totaux.

Rachat d'actions	Nombres de titres	Prix unitaire moyen (€)	Montant total (k€)
mai 2018*	0	0	0
avril 18	0	0	0
mars 18	0	0	0
février 18	1 031	7,71	8
janvier 18	1 517	7,79	12
décembre 17	8 058	8,02	65
novembre 17	184 033	8,07	1 485
octobre 17	74 318	7,92	588
septembre 17	0	0,00	0
août 17	62 381	7,89	492
juillet 17	129 464	8,00	1 035
juin 17	94 062	7,84	737
mai 2017**	139 533	7,70	1 075
Total	694 397	7,92	5 497

* jusqu'au 29 mai 2018

** 30 et 31 mai 2017 uniquement

Source : S&P Capital IQ

L'analyse du cours de bourse montre que les différentes tendances ne sont pas corrélées aux événements marquants de la vie de la société et aux effets d'annonces. L'annonce de la dépréciation significative d'actifs de l'activité de téléphonie « fixe » le 31 janvier 2017 ou encore l'annonce de la cession de l'activité « Sécurité » le 9 avril 2018 n'ont pas entraîné de réaction particulière du marché, les volumes restant très faibles les jours adossés à ces annonces.

Sur les deux dernières années, le cours a oscillé entre 5,75 € le 8 février 2017 et 9,20 € le 23 septembre 2016 avec une moyenne pondérée par les volumes de 7,82 €. Le prix de 9,20 €, prix proposé dans le cadre de l'OPRA, est égal au cours le plus haut sur 24 mois. Malgré une hausse des volumes échangés en 2017, ces derniers restent limités sur les deux dernières années : 2.321 titres ont été échangés en moyenne par jour sur les deux dernières années pour un montant moyen de 16,4 k€ échangé par séance de bourse. La Société n'ayant pas mis en place de contrat de liquidité, il arrive très fréquemment qu'aucun titre ne soit négocié sur la séance (un jour par semaine en moyenne).

Le tableau suivant présente le cours moyen pondéré d'Afone Participations sur des périodes de référence et le volume d'actions échangées correspondant :

Au 29 mai 2018	Spot	Spot ajusté *	1 mois	3 mois	6 mois	1 an
Cours moyen pondéré par les volumes (€)	8,75	8,35	8,59	8,37	8,29	7,97
Prime induite par l'offre	5,1%	10,2%	7,1%	9,9%	11,0%	15,5%
Cours le plus haut (€)	-	-	8,80	9,20	9,20	9,20
Cours le plus bas (€)	-	-	8,1	7,15	7,15	7,00
Volume moyen quotidien	-	-	1 097	770	661	3 341
Volume cumulé	-	-	23 030	46 960	81 320	848 560
Nb de jours avec échanges	-	-	13	41	88	179
Nb de jours de bourse	-	-	21	61	123	254

* cours spot ajusté du détachement du dividende de 0,40 € du 5 juin 2018

Source : S&P Capital IQ

Au cours des douze derniers mois précédant l'opération, le cours moyen pondéré par les volumes (CMPV) de l'action Afone Participations a évolué au sein d'une fourchette relativement étroite comprise entre 7,97 € et 8,60 €. Selon la durée du calcul des moyennes pondérées de cours, le Prix d'Offre fait ressortir une prime s'élevant à 15,5 % au maximum (par rapport au CMPV 1 an) et 5,1 % au minimum (par rapport au dernier cours connu avant l'annonce de l'opération). En prenant en compte le cours spot ajusté du détachement du dividende de 0,40 € prévu le 5 juin 2018, soit un cours spot ajusté de 8,35 €, l'Offre fait apparaître une prime de 10,2%.

A titre d'information complémentaire, sur la base d'un flottant représentant 26,1% du capital (cf. § 3.3 répartition de l'actionnariat actuel et potentiel), près de 70% des volumes de titres ont été échangés au cours des douze derniers mois précédant l'opération (dont 82% directement liés au plan de rachat d'actions) :

Au 29 mai 2018	1 mois	3 mois	6 mois	1 an
Volume échangé cumulé	23 030	46 960	81 320	848 560
Rotation du flottant (%)	1,9%	3,9%	6,7%	70,2%
Rotation du capital (%)	0,5%	1,0%	1,8%	18,3%

Rotation du flottant (années)	1,4 ans
Rotation du capital (années)	5,5 ans

Au regard des éléments présentés ci-avant, et bien que la liquidité et la rotation du flottant soient limitées, le cours de bourse de l'action Afone Participations, relativement stable en moyenne depuis deux ans, est un indicateur pertinent de valeur que nous retenons dans la présente évaluation multicritère.

4.2.2 ACTUALISATION DES FLUX DE TRESORERIE (DCF)

La méthode des DCF consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'une entité par l'actualisation des flux de trésorerie disponibles issus de son plan d'affaires à un taux qui reflète la rentabilité exigée par le marché pour ce type d'entité, en tenant compte d'une valeur de sortie, ou d'une valeur terminale, à l'horizon de ce plan d'affaires.

Les activités de la société présentent des synergies entre elles mais répondent à des modèles économiques différents. Un suivi de gestion est effectué de façon distincte pour chacune des activités.

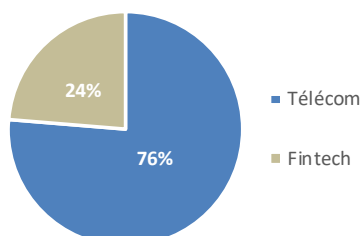
Notre approche a consisté à valoriser de manière indépendante et uniquement par la méthode DCF les différentes activités de la société. En cela notre méthodologie correspond à une « somme des parties ». La somme des activités valorisées représente la totalité des flux générés par les actifs économiques du groupe, y compris la quote-part des activités de la société Meta-LFone. Aucun élément hors exploitation n'a été identifié.

4.2.1.1 Revue du plan d'affaires 2018-2020

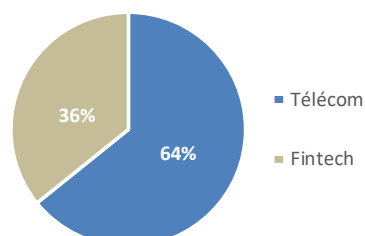
Vision globale

Le plan d'affaires 2018-2020 prévoit des évolutions significatives de la répartition du chiffre d'affaires, à périmètre constant, hors activité « Sécurité ». Aucune opération de croissance externe n'est prise en compte dans ce plan d'affaires.

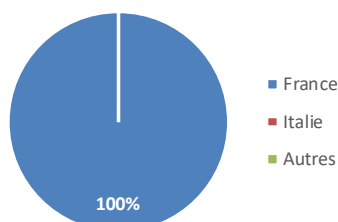
Répartition du CA 2017 par activité



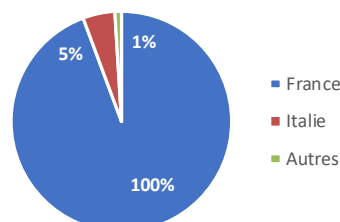
Répartition du CA 2020 par activité



Répartition du CA 2017 par zone géographique



Répartition du CA 2020 par zone géographique



Sur la période 2017-2020, le plan d'affaires prévoit une augmentation d'environ 4,0% du chiffre d'affaires. Cette hausse s'explique par les objectifs du management de développer l'activité Fintech « paiement » tandis que les activités de téléphonie « fixe », « mobile », de « monétique » déclinent.

L'évolution de la répartition géographique du chiffre d'affaires sur la période s'explique par le déploiement de l'activité « paiement » en Italie, après l'obtention de l'agrément de la Banca Centrale Italiana en septembre 2017, et dans un autre pays européen, à partir du troisième trimestre 2018.

Plan d'affaires Téléphonie « mobile »

L'évolution du chiffre d'affaires sur l'horizon du plan d'affaires est fonction des hypothèses retenues en termes de constitution du parc de clients et de tarification. Concernant l'effet volume, l'attrition globale du parc sur l'horizon du plan d'affaires atteint environ -17%.

Concernant l'effet prix, ce dernier est favorable. En effet, la hausse de l'ARPU moyen entre 2017 et 2020, d'environ +13%, s'explique par la migration vers les offres plus abondantes en data dont le prix est plus élevé. L'augmentation de l'ARPU ne permet pas de compenser la dégradation du parc ce qui conduit à une diminution du chiffre d'affaires d'environ -5% sur l'horizon du plan d'affaires.

Le principal coût correspond aux achats télécoms auprès de SFR, le ratio de ces achats en pourcentage du chiffre d'affaires est stable sur l'horizon du plan d'affaires et cohérent avec le ratio historique. Le management prévoit un niveau de marge d'EBITDA en lien avec l'historique récent.

Plan d'affaires Fintech « paiement »

L'évolution du chiffre d'affaires sur l'horizon du plan d'affaires dépend des hypothèses retenues en termes de flux traités et de tarification. Concernant l'effet volume, ce dernier correspond à l'évolution des flux traités qui sont dépendants des hypothèses suivantes : nombre de clients, nombre de transactions par clients et panier moyen par clients. La première hypothèse est variable sur la période et dépend à la fois de la conquête clients et de l'estimation du taux d'attrition du parc de TPE installés. Les deux dernières sont fixes sur l'horizon du plan d'affaires.

Concernant l'effet prix, le pourcentage de commissions facturées est fixe sur la période 2018-2020. Ces différents effets amènent à une croissance conséquente du chiffre d'affaires sur la période, soit un taux moyen d'environ +40%.

La rentabilité de l'activité est variable. Sa contribution est ainsi positive en 2017 mais négative en 2018. Le management prévoit un retour à un niveau de marge d'EBITDA positif en 2019 pour l'activité réalisée en France et l'atteinte d'une marge d'EBITDA positive en 2019 pour l'activité réalisée en Italie.

Plan d'affaires Fintech « monétique »

L'évolution du chiffre d'affaires sur l'horizon du plan d'affaires est conditionnée par les hypothèses retenues en termes de constitution du parc de terminaux de paiement et de tarification. Concernant l'effet volume, l'attrition globale du parc sur l'horizon du plan d'affaires atteint environ -10%. Cette décroissance est généralisée sur les différentes composantes du chiffre d'affaires du fonds de commerce historique exploité par la Société, y compris la maintenance.

Les retombées liées au recrutement d'une équipe commerciale en 2016 viennent atténuer cette décroissance avec une multiplication par environ 2,5 du nombre de clients géré par cette équipe entre décembre 2017 et décembre 2020.

L'effet prix anticipé sur le plan d'affaires est favorable. En effet, la hausse du prix moyen des clients historiques d'environ +15% permet de compenser l'attrition du parc de terminaux de paiement et conduit à une stabilisation du chiffre d'affaires sur la période 2018-2020.

Le management prévoit un niveau de marge d'EBITDA en lien avec l'historique récent.

4.2.1.2 Extrapolation des données

Si les prévisions du management sur la période 2018-2020 visent des objectifs globaux raisonnables, nous avons estimé nécessaires de prolonger les données prévisionnelles de certaines activités pour refléter des tendances structurelles résultant de nos analyses (cf. § 3.10 prises en compte des caractéristiques de la Société dans les travaux d'évaluation).

Activité Fintech « paiement »

Les premiers flux dégagés par ces activités en dehors de la France sont prévus pour 2018 en Italie et 2019 dans un autre pays européen. Nous avons donc considéré qu'il était pertinent de prolonger l'horizon du plan d'affaires élaboré par le management afin d'estimer de manière plus fiable le niveau de chiffre d'affaires et de marge d'EBITDA pouvant servir de base à la détermination d'un flux normatif. Nous avons ainsi retenu pour l'activité Italienne des taux de croissance du chiffre d'affaires s'élevant pour 2021 et 2022 à respectivement +30% et +10%, après une progression de +50% prévue par le management en 2020. Nous avons appliqué la même méthode pour l'activité développée dans un autre pays européen, en tenant compte de la différence d'avancement entre les deux projets.

Activités Fintech « monétique »

La soutenabilité d'un maintien combiné du parc installé de TPE et des niveaux de marges, telle qu'elle ressort du plan d'affaires, n'est pas assurée, selon nous, au regard de la tendance qui a conduit à une baisse moyenne du chiffre d'affaires de -10% en 2016 et 2017. En conséquence, nous avons estimé pertinent de prolonger l'horizon sur 5 ans, jusqu'en 2025, en appliquant un taux de décroissance de -10% au chiffre d'affaires annuel. La structure de coûts a été augmentée et le taux d'Ebitda diminué d'un tiers par rapport à 2020, soit une proportion comparable à celle observée au cours de la période 2015-2020.

4.2.1.3 Rente décroissante de l'activité Télécoms « mobile »

Face à l'incertitude de l'évolution de l'activité Télécoms « mobile », au-delà de 2020, nous avons privilégié une approche de rente décroissante. En conséquence la performance de l'activité a été dégradée sur une période 2021-2027, date à laquelle le taux de rentabilité économique devient inférieur au coût moyen pondéré du capital, c'est-à-dire le taux d'actualisation de 7,3%. Au terme de cet horizon, un flux normatif et une valeur terminale sont calculés avec les modalités communes décrites ci-après.

Cette approche résulte de l'analyse de la situation économique détaillée au paragraphe 3.10 après prise en compte des caractéristiques de la Société dans les travaux d'évaluation.

La dégradation de la performance a été obtenue en retenant un taux annuel de décroissance du chiffre d'affaires de -11% à partir de 2021. Cette hypothèse traduit principalement la tendance de baisse du nombre de clients, sans poursuite de l'effet mix qui permet de maintenir un chiffre d'affaires en augmentant la proportion des clients dont les forfaits sont les plus élevés. Le taux de -11% est le taux estimé de baisse du nombre de clients à fin 2019, en prenant en compte l'observation de la dégradation annuelle de ce taux de plus d'un tiers entre 2015 et 2017 (et confirmée par les tendances du début d'année 2018).

Une hypothèse plus défavorable aurait consisté à retenir une estimation de ce taux à fin 2020, d'environ 14%. Les autres hypothèses d'une dynamique de dégradation de ce taux pour chacune des périodes de 2021 à 2027 ont été écartées car elles traduiraient une perspective d'arrêt de l'activité, incohérente avec la perspective retenue de continuité de l'activité.

La structure de coûts a été prolongée sur la période 2012 à 2027 en tenant compte des tendances historiques. L'actif économique a été approximé à partir des informations sur le bilan consolidé de l'activité Télécoms « mobile » publié dans les comptes consolidés au 31 décembre 2017, en excluant les autres actifs non courants qui ne sont pas représentatifs d'actifs économiques.

Ces hypothèses traduisent notre appréciation globale des risques attachés à l'activité télécoms « mobile ». La sensibilité des résultats obtenus à la variation du taux annuel de décroissance du chiffre d'affaires est élevée. Elle constitue le principal facteur de sensibilité de la valeur par action de l'ensemble de la Société.

4.2.1.4 Flux normatifs et valeur terminale

Au-delà de l'horizon des plans d'affaires, les hypothèses suivantes ont été retenues pour déterminer les flux normatifs.

Détermination du flux normatif

Le flux normatif est déterminé à partir de l'Ebitda de la dernière année de prévisions ou de prolongation des plans d'affaires.

Variation de BFR

Une variation de BFR normative, d'une amplitude limitée, a été prise en compte dans le flux normatif.

Investissement et amortissement normatifs

Compte tenu des perspectives des activités Télécoms Téléphonie « mobile » et Fintech « monétique » et de l'intensité capitalistique limitée de l'activité Fintech « paiement », les montants d'investissements normatifs retenus correspondent aux montants estimés des investissements de renouvellement. Il n'existe pas de projet d'investissement dans l'activité de téléphonie « fixe ». Le montant de l'amortissement normatif a été fixé à un montant égal à l'investissement normatif.

Valeur terminale et taux de croissance à l'infini

La valeur terminale est calculée par capitalisation à l'infini des flux normatifs au taux d'actualisation diminué du taux de croissance à l'infini.

Un taux de croissance à l'infini de 1,5% a été retenu.

4.2.1.5 Date d'évaluation

L'évaluation de l'action Afone Participations est effectuée sur la base des comptes consolidés de l'exercice clos le 31 décembre 2017. La date que nous avons retenue pour la réalisation de nos travaux d'évaluation est le 31 mai 2018. Les données boursières et les paramètres retenus pour la détermination des taux d'actualisation ont donc été calculés à cette date.

4.2.1.6 Taux d'actualisation

Le taux d'actualisation a été différencié en fonction de l'activité sous-jacente. Le taux d'actualisation retenu pour l'activité Fintech s'élève à 9,4%, avant impact des primes spécifiques additionnelles pour risque diffus, et à 7,3% pour l'activité Télécoms. Ces taux ont été déterminés selon la méthode du coût moyen pondéré du capital (CMPC). La formule appliquée peut se résumer de la façon suivante :

$$\text{Taux d'actualisation} = \frac{(\text{coût du capital} \times \text{capitaux propres}) + (\text{coût de la dette} \times \text{dettes})}{\text{Capitaux propres} + \text{dettes}}$$

Le coût du capital a été déterminé par application du modèle d'évaluation des actifs financiers (MEDAF) auquel ont été ajoutées une prime spécifique et une prime spécifique additionnelle pour risque diffus.

$$\text{Coût du capital} = \text{taux sans risque} + (\text{prime de marché} \times \text{beta}) + \text{primes spécifiques}$$

Paramètres communs

Le taux sans risque retenu est de 0,74% et correspond à la moyenne un an du taux TEC 10, calculée à fin mai 2018 (source : Banque de France). Ce taux reflète le rendement actuariel d'une valeur du Trésor sur un horizon de 10 ans.

La prime de risque de marché s'élève à 5,5% et correspond à la moyenne des primes sur un an telles qu'elles sont calculées par IDMidCaps à partir d'un échantillon d'entreprises françaises cotées dont la capitalisation est inférieure à 1,5 Md€.

Une prime de risque spécifique de 5,6% a été retenue. Ce niveau de prime est cohérent avec les indications des approches académiques telles qu'elles ressortent des « tables Ibbotson » (in Valuation handbook, Duff & Phelps, 2017).

Primes spécifiques additionnelles pour risque diffus

Une prime spécifique additionnelle de 3,0% a été intégrée dans la détermination des taux d'actualisation de l'activité Fintech « paiement » en Italie et dans un autre pays européen. Cette prime reflète un risque diffus portant sur la non-réalisation des plans d'affaires 2018-2020. En effet, les hypothèses sous-jacentes des plans d'affaires ont été jugées volontaristes dès lors que ces dernières ont été élaborées conjointement avec les personnes en charge du développement dans chacun de ces deux pays. De plus, ces projets sont encore au stade primaire de lancement. Enfin, les premiers éléments d'information disponibles à fin mars 2018 sur le lancement commercial en Italie apparaissent en retard par rapport aux projections.

Une prime spécifique additionnelle de 2,0% a été intégrée dans la détermination des taux d'actualisation de l'activité Fintech « monétique ». Cette prime reflète un risque diffus portant sur la non-réalisation du plan d'affaires 2018-2020. En effet, l'hypothèse de stabilisation du chiffre d'affaires a été retenue sur cette période alors que ce dernier a baissé d'environ -11% en 2016 et -8% en 2017.

Paramètres spécifiques à l'activité Fintech

Le coefficient bêta retenu est de 0,57 et correspond à la médiane des bêtas d'un échantillon de sociétés cotées opérant au sein du secteur Fintech.

A noter que seuls les bêtas des sociétés disposant d'un coefficient R^2 supérieur à 10% ont été jugés pertinents et donc retenus pour la détermination du bêta médian.

La pondération des dettes financières par rapport aux capitaux engagés est nulle pour l'activité Fintech d'Afone Participations tout comme pour les sociétés cotées opérant au sein du secteur Fintech.

Société	Pays	Coefficient R^2	Bêta désendetté
Ingenico Group - GCS	France	16,2%	0,53
SafeCharge International Group Limited	Guernsey	0,9%	Na
PayPoint plc	United Kingdom	1,5%	Na
Wirecard AG	Germany	11,4%	0,62
Worldline S.A.	France	8,3%	Na
Worldpay, Inc.	United States	6,1%	Na
Source : S&P Capital IQ	Médiane	7,2%	0,57
	Moyenne	7,4%	0,57

Paramètres spécifiques à l'activité Télécoms

Le coefficient bêta retenu est de 0,84 et correspond à la médiane des bêtas d'un échantillon de sociétés cotées opérant au sein du secteur Télécoms, après prise en compte de la structure moyenne d'endettement observée sur l'échantillon.

A noter que seuls les bêtas des sociétés disposant d'un coefficient R^2 supérieur à 10% ont été jugés pertinents et donc retenus pour la détermination du bêta médian.

La pondération des dettes financières par rapport aux capitaux engagés s'élève à environ 40% et correspond à la médiane du ratio des sociétés cotées opérant au sein du secteur Télécoms.

Société	Pays	Coefficient R2	Bêta désendetté
Altice Europe N.V.	Netherlands	0,0%	Na
BT Group plc	United Kingdom	24,3%	0,58
Deutsche Telekom AG	Germany	39,1%	0,56
Iliad SA	France	8,3%	Na
Orange S.A.	France	23,4%	0,58
Telecom Italia S.p.A.	Italy	26,9%	0,46
Telefónica, S.A.	Spain	57,4%	0,69
Telenor ASA	Norway	16,5%	0,47
Vodafone Group Plc	United Kingdom	12,3%	0,38

Source : S&P Capital IQ

Médiane	23,4%	0,56
Moyenne	23,1%	0,53
Ratio D/D+E		40%
Bêta médian réendetté :		0,84

4.2.1.7 DCF : résultats obtenus et calculs de sensibilité

Sur la base des paramètres retenus, la valeur d'entreprise de la société Afone Participations ressort à 25,7 m€. Après prise en compte des éléments permettant le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres, (cf. supra § 3.8), cette dernière s'élève à 42,5 m€. La valeur par action atteint 9,16 €. Les valeurs basses et hautes sont issues de l'analyse de sensibilité globale aux paramètres financiers (cf. infra).

En k€	Valeur basse	Valeur centrale	Valeur haute
Activité Telecom	12 643	12 771	12 896
Activité Fintech	12 032	12 897	13 953
Valeur d'entreprise	24 674	25 668	26 850
Ajustement de la valeur d'entreprise	16 846	16 846	16 846
Valeur des capitaux propres	41 520	42 514	43 695
Valeur par action (en €)	8,95	9,16	9,41

Près de 40% de la valeur des capitaux propres correspond à des éléments de trésorerie (trésorerie nette de la Société et trésorerie relative à la cession de l'activité sécurité) qui sont indépendants des données prévisionnelles et des paramètres financiers d'évaluation. En conséquence, la sensibilité de la valeur de l'action aux hypothèses du modèle DCF est atténuée.

Les tableaux de sensibilité suivants illustrent les fourchettes de valeur obtenues lorsque les principales hypothèses de modélisation sont modifiées.

Sensibilité globale : taux d'actualisation et taux de croissance à l'infini

Dans cette approche, les paramètres de toutes les activités sont ajustés dans des proportions identiques.

Les sensibilités à une variation de +/- 2,0% de taux d'actualisation et de +/- 2,0% du taux de croissance / décroissance à l'infini sont présentées ci-après :

Sensibilité de la valeur de l'action (€) - Paramètres financiers

€ par action		Taux de croissance à l'infini				
		-1%	-0,5%	+ 0%	+0,5%	+1%
Taux d'actualisation	-1%	8,76	8,81	8,87	8,93	9,00
	-0,5%	8,89	8,95	9,01	9,08	9,16
	+ 0%	9,02	9,09	9,16	9,24	9,33
	+0,5%	9,17	9,24	9,32	9,41	9,52
	+1%	9,33	9,41	9,50	9,61	9,73

Sensibilité à l'évolution future de l'activité « Mobile » : hypothèses du taux de décroissance du chiffre d'affaires de l'activité « Mobile ».

Dans cette approche, seule l'hypothèse de décroissance de l'activité « Mobile » est ajustée. La sensibilité élevée de ce paramètre a été mise en évidence dans le paragraphe 4.2.2.3 Rente décroissante de l'activité Télécoms « mobile ».

Mobile : sensibilité de la valeur de l'action (€) par rapport à l'hypothèse de décroissance du chiffre d'affaires

		Taux de décroissance du CA				
		-14,2%	-12,3%	-10,7%	-9,1%	-7,7%
€ par action		7,81	8,50	9,16	9,88	10,54

Sensibilité à l'évolution future de l'activité « Monétique » : hypothèses du taux de décroissance du chiffre d'affaires de l'activité « Monétique ».

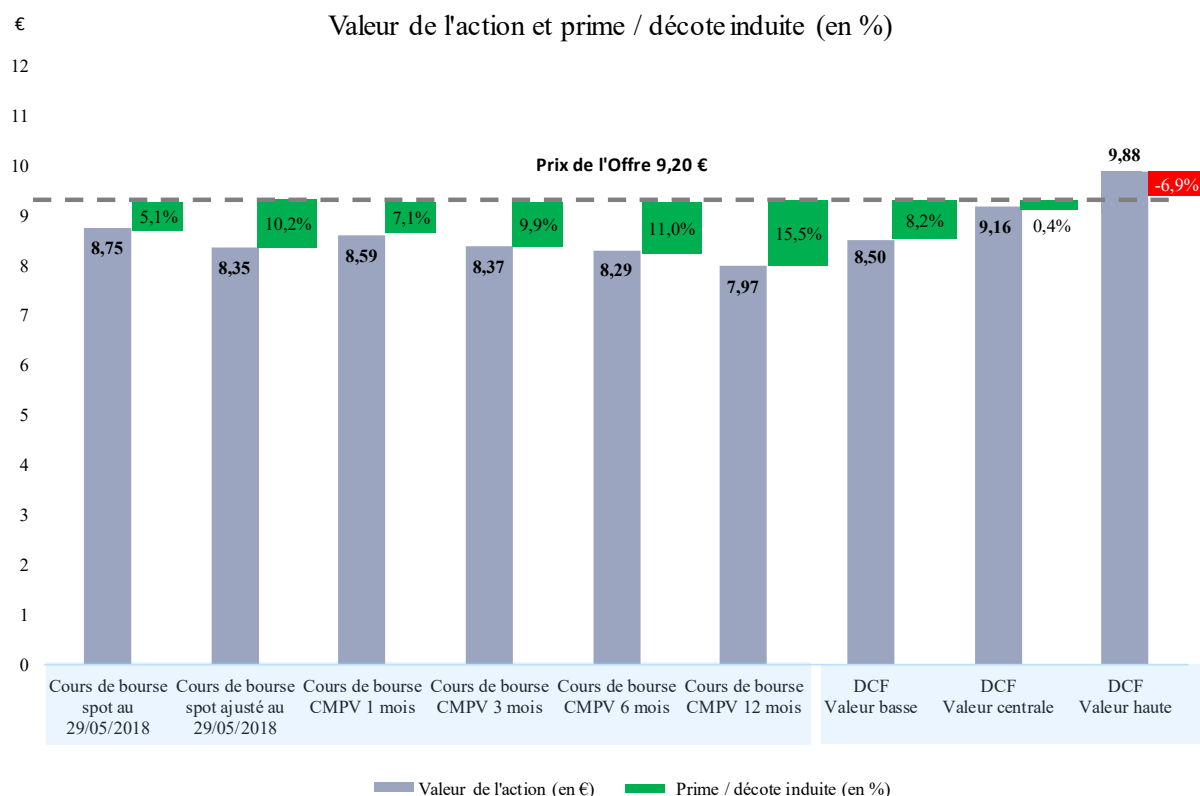
Dans cette approche, seule l'hypothèse de décroissance de l'activité « Monétique » est ajustée. La sensibilité élevée de ce paramètre a été mise en évidence dans le paragraphe 4.2.2.2 Extrapolation des données.

Monétique : sensibilité de la valeur de l'action (€) par rapport à l'hypothèse de décroissance du chiffre d'affaires

		Taux de décroissance du CA				
		-13,8%	-11,5%	-9,6%	-7,7%	-6,1%
€ par action		9,02	9,10	9,16	9,23	9,28

4.3 SYNTHÈSE DES TRAVAUX D'ÉVALUATION

Le graphique ci-dessous présente les valeurs de l'action (en €) ressortant de nos travaux de valorisation et les compare avec le Prix d'Offre de 9,20 €.



Notre analyse de la valeur de l'action Afone Participations fait ressortir des valeurs de :

- 7,97 € (cours moyen pondéré par les volumes sur une période de 12 mois) à 8,75 € (cours spot au 29/05/2018) pour la méthode du cours de bourse ;
- Une valeur centrale de 9,16 € pour la méthode des flux de trésorerie actualisés, étant souligné que la fourchette de sensibilité met en évidence des valeurs par action comprises entre 8,50 € et 9,88 € par action.

Le Prix d'Offre de 9,20€ par action dans le cadre de la présente Offre présente ;

- des primes allant de 5,1% (cours spot au 29 mai 2018) à 15,5% (cours moyen pondéré par les volumes 12 mois) sur la méthode du cours de bourse ;
- une prime quasi-nulle de 0,4% sur la valeur centrale obtenue par la méthode des flux de trésorerie actualisés, étant souligné que la valeur haute induit une décote de 6,9%. L'amplitude de la fourchette résulte de la sensibilité des hypothèses retenues et en particulier de l'incertitude sur la capacité de la Société à préserver à moyen terme son parc de clients de mobiles et les marges afférentes.

5 ANALYSE DES ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX D'OFFRE DES ACTIONS PAR LA BANQUE PRESENTATRICE

Nous avons effectué une revue des travaux d'évaluation réalisés par Sodica ECM en qualité de conseil (la Société Conseil) de la Société, au côté de LCL, établissement présentateur de l'Offre, tels qu'ils nous ont été communiqués avant leur présentation au Conseil d'administration.

5.1 CHOIX DES METHODES D'EVALUATION

Les méthodes retenues par la Société Conseil sont comparables à celles appliquées dans nos travaux : cours de bourse et approche par la somme des parties fondée sur l'actualisation des flux de trésorerie futurs de chacune des activités. La Société Conseil partage l'analyse conduisant à exclure les approches analogiques, faute de sociétés ou de transactions suffisamment comparables.

Les activités « Monétique » et « Paiement » n'ont pas été distinguées au sein de l'activité Fintech.

La date d'évaluation est projetée au 30 juin 2018, alors que nous avons fixé nos estimations au 31 mai 2018. La différence induite sur la valeur par action est peu significative dès lors que la trésorerie de référence retenue dans les deux cas est celle du 31 mai 2018.

5.2 REFERENCE AU COURS DE BOURSE

La Société Conseil met en évidence une prime sur un cours de bourse au 25 juin 2018, date postérieure à l'annonce de l'Offre alors que nous limitons notre analyse au cours du jour de l'annonce qui faisait état du prix de l'Offre. La société Conseil met également en évidence les extrêmes observées sur 12 mois : nous avons signalé ces valeurs dans nos analyses mais ne les considérons pas comme représentatives d'une valeur en synthèse de nos approches.

Les écarts observables sur les moyennes de cours établies de 1 à 12 mois résultent des sources d'information différentes utilisées par la Société Conseil et l'expert indépendant.

5.3 EXTRAPOLATION DES DONNEES PREVISIONNELLES DES PLANS D'AFFAIRES

La Société Conseil a fait, comme nous, le constat que les données prévisionnelles établies par le management à horizon 2020 ne fournissent pas une visibilité suffisante pour apprécier la valeur des activités.

Les modalités d'extrapolation des données prévisionnelles diffèrent de celles que nous avons mises en œuvre, et en particulier le modèle de rente décroissante appliqué à l'activité « mobile » :

- Prolongation de 4 ans de l'ensembles des plans d'affaires jusqu'en 2024, y compris pour l'activité de téléphonie « fixe »
- Hypothèses d'évolution du chiffre d'affaires et du taux d'Ebitda

5.4 MISE EN ŒUVRE DE L'ACTUALISATION DES FLUX DE TRESORERIE

5.4.1 Taux d'actualisation

Un taux d'actualisation différencié selon les activités a été calculé selon la même méthodologie de référence, mais à partir de sources et d'hypothèses différentes de celles que nous avons retenues.

Activités Fintech

La Société Conseil ne détaille pas les éléments constitutifs de la prime spécifique et ne distingue pas la situation des activités « Monétique », et « Paiement ». La différenciation que nous avons opérée résulte de notre appréciation des données prévisionnelles selon les circonstances propres à chacune de ces activités.

	Expert indépendant Source	Moné- tique	Fintech		Société Conseil Source	Fintech
			France	Europe		
Taux sans risque	TEC 10 ans - moyenne 1 an		0,74%		OAT 10 ans au 20/6/2018 - Banque de France	0,71%
Prime marché	IDMidCaps		5,5%		Bloomberg - mai 2018	8,5%
Coeff. Beta	Echantillon		0,57		Damodaran - Electronics General	0,84
Prime sectorielle			3,09%			7,14%
Prime spécifique	Prime de taille Ibbotson	5,6%	5,6%	5,6%	Prime de taille et de risque diffus	4,5%
	Risque diffus	2,0%	0,0%	3,0%		
Coût du capital		11,42%	9,42%	12,42%		12,35%

Activités Télécoms

La Société Conseil ne détaille pas les éléments constitutifs de la prime spécifique et ne pondère pas le taux du coût de dette en fonction du secteur télécoms mais de la situation de la Société.

	Expert indépendant Source	Télécom	Société Conseil Source	Télécom
Taux sans risque	TEC 10 ans - moyenne 1 an	0,74%	OAT 10 ans au 20/6/2018 - Banque de France	0,71%
Prime marché	IDMidCaps	5,5%	Bloomberg - mai 2018	8,5%
Coeff. Beta	Echantillon	0,84	Damodaran - Telecom services	0,68
Prime sectorielle		4,57%		5,78%
Prime spécifique	Prime de taille Ibbotson	5,6%	Prime de taille et de risque diffus	5,0%
Coût du capital		10,90%		11,49%
Coût de la dette		1,88%		1,33%
CP / (D + CP)	Echantillon	60%		100%
D / (D + CP)	Echantillon	40%		0%
WACC		7,29%		11,49%

5.4.2 Valeur terminale

La détermination des valeurs terminales fait également apparaître les différences suivantes :

- Les taux de croissance à l'infini ont été fixés à 0,5% (activité Télécom Mobile) et 1,0% (activités Fintechs et Télécom Fixe) contre 1,5% dans nos travaux. Ces taux impliquent, après prise en compte de l'inflation, une tendance décroissante de l'ensemble des activités ;
- Le flux normatif est estimé sans référence directe aux flux calculés à l'horizon des plans d'affaires.

5.4.3 Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres

Les éléments de passage sont très proches et n'appellent pas de commentaires de notre part.

5.4.4 Application d'une décote de holding

La Société Conseil applique une décote de holding de 15% aux valeurs obtenues de chacune des activités, en référence à la nouvelle stratégie de la Société, alors que nous considérons cette approche prématurée au regard de l'évolution des activités de la Société.

5.5 SYNTHÈSE COMPARATIVE DES VALEURS

Valeur par action (en €)	Société Conseil			Expert indépendant		
	Valeur basse	Valeur centrale	Valeur haute	Valeur basse	Valeur centrale	Valeur haute
Cours de bourse						
spot au 25/06/2018		9,10				
spot au 29/05/2018		8,75			8,75	
spot ajusté au 29/05/2018		8,35			8,35	
CMPV 1 mois		8,48			8,59	
CMPV 3 mois		8,34			8,37	
CMPV 6 mois		8,25			8,29	
CMPV 12 mois		7,93			7,97	
Extrêmes sur 12 mois	7,00		9,20			
Somme des parties (Méthode DCF)	8,83	9,08	9,37	8,50	9,16	9,88

6 INCIDENCES DE L'OFFRE POUR LES DIFFÉRENTES CATEGORIES D'ACTIONNAIRES

6.1 CONSÉQUENCES POUR LES ACTIONNAIRES MAJORITAIRES AGISSANT DE CONCERT

Les actionnaires majoritaires agissant de concert se sont engagés à ne pas apporter leurs titres à l'Offre. Le nombre d'actions qui seront apportées à l'Offre augmentera leur pourcentage du capital détenu et des droits de vote correspondants, sans modifier leur situation de contrôle préexistante. Aucune modification de gouvernance ne résultera de l'Offre.

La réalisation de l'Offre ne modifiera pas la valeur par action pour ces actionnaires.

Les actions qui seront apportées à l'Offre ont vocation à être annulées. La trésorerie nette disponible de la Société sera diminuée d'autant dans la limite du plafond de l'Offre et du refinancement prévu de 50% de son montant. La Société conserva un volant de trésorerie significatif. Les actionnaires majoritaires agissant de concert continueront de décider des orientations de la stratégie de la Société et de l'utilisation des ressources disponibles. La capacité d'endettement et la capacité de distribution resteront à des niveaux élevés.

6.2 CONSÉQUENCES POUR LES ACTIONNAIRES MINORITAIRES

Le choix des actionnaires minoritaires d'apporter leurs titres à l'Offre relève de leur décision sous leur responsabilité.

Les actionnaires minoritaires ayant décidé d'apporter leurs titres à l'Offre bénéficieront de la liquidité offerte alors que le marché du titre présente une liquidité restreinte. Le prix de l'Offre présente une prime par rapport au cours de bourse. La valeur de l'action n'a pas pu être approchée par d'autre méthode que celle de l'actualisation des flux futurs de trésorerie. La valeur centrale obtenue par cette méthode n'exteriorise pas de prime significative par rapport au prix de l'Offre et ne donne pas une indication d'apporter ou de ne pas apporter les titres à l'Offre, étant rappelé la sensibilité élevée de la valeur aux hypothèses de décroissance de l'activité « mobile ».

Si les actionnaires décident de ne pas apporter leurs titres à l'Offre, sur la base de leurs anticipations de l'évolution future du cours de bourse, ils seront exposés à un marché du titre moins liquide qu'avant la réalisation de l'opération. Il est rappelé que ces actionnaires majoritaires ont déclaré ne pas avoir l'intention de déposer une offre publique de retrait ni de demander la radiation de ses actions d'Euronext Paris dans un délai de douze mois.

Par ailleurs, les perspectives de la Société appellent les remarques suivantes :

- l'évolution future de la valeur de la Société sera marquée par la poursuite de la mise en œuvre de la nouvelle stratégie définie en septembre 2017. Cette stratégie vise la « mobilité du portefeuille d'activités, dont aucune composante ne peut plus être considérée comme intangible » (DDR 2017 page 19). Pour autant, l'activité Telecom « mobile » s'inscrit dans un partenariat qui requiert un accord commun pour toute évolution significative ;
- le versement de dividendes, qui affiche un historique régulier, restera conditionné aux décisions des actionnaires majoritaires agissant de concert.

7. CONCLUSION SUR LE CARACTERE EQUITABLE DE L'OFFRE

L'Offre constitue pour les actionnaires de la Société une possibilité de bénéficier d'une liquidité immédiate de leur participation à un prix présentant une prime allant de 5,1% à 15,5% sur le cours de bourse selon les périodes de référence, et une prime limitée à 0,4% sur la valeur centrale extériorisée par la méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie.

Sur la base de l'ensemble des éléments d'appréciation et en particulier des tendances les plus récentes d'évolution à la baisse du parc clients « mobile », notre opinion est que les termes de l'Offre Publique de Rachat, proposant un prix de 9,20 € par action, sont équitables, du point de vue financier, pour les actionnaires minoritaires de la société Afone Participations.

Paris, le 26 juin 2018

ADVOLIS

Hugues de Noray
Associé

ANNEXES

ANNEXE 1. Abréviations

ANNEXE 2. Programme de travail

ANNEXE 3. Calendrier de déroulement de la mission

ANNEXE 4. Documentation utilisée

ANNEXE 5. Présentation détaillée des comparables boursiers

ANNEXE 6. Présentation des transactions dans les domaines des telecom/mvno et fintech

ANNEXE I. ABREVIATIONS ET CONVENTIONS DE PRESENTATION

- AMF : Autorité des Marchés Financiers
- DDR : Document de référence (publié par la Société selon l'art. 212-13 du Règlement Général de l'AMF)
- ARPU : « Average Revenue Per User » / Revenu moyen par abonné
- MVNO : « Mobile Virtual Network Operator » / Opérateur de réseau mobile virtuel
- TPE : Terminaux électroniques de paiement
- IRU : « Indefeasible Right of Use » / Droit irrévocable d'usage. Contrat de mise à disposition de capacité d'une infrastructure télécoms
- BFR : Besoin en Fonds de Roulement
- DCF : Discounted Cash Flow (flux de trésorerie actualisés)
- Ebit : Earning Before Interest and Taxes (équivalent au résultat d'exploitation)
- Ebitda : Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
- ROC_{après MEE} : Résultat Opérationnel Courant après prise en compte de la quote-part de résultat des sociétés mises en équivalence
- PRC : Provisions pour Risques et Charges
- Titres MEE : Titres mis en équivalence

Les montants du présent rapport sont exprimés en :

- k€ : milliers d'euros
- m€ : millions d'euros
- Md€ : milliards d'euros

Les dates d'exercice d'Afone Participations et de ses filiales consolidées coïncident avec l'année civile.

ANNEXE 2. PROGRAMME DE TRAVAIL

Les diligences effectuées ont principalement consisté en :

- une prise de connaissance générale de la Société et des entités qu'elle contrôle ;
- des recherches documentaires sur les activités de la Société, en vue de comprendre les caractéristiques des marchés sur lesquels opère la Société ;
- une analyse des conditions de l'Offre envisagée, de son cadre juridique et de ses modalités de financement ;
- des entretiens avec les conseils de la Société ;
- des entretiens avec la direction de la Société (présentation de la société, de son historique, de ses perspectives, ...) ;
- un examen des différentes transactions ayant pu avoir lieu sur le titre de la Société, ainsi que des précédents rapports d'évaluation disponibles ;
- une analyse de la performance historique et de la situation patrimoniale de la Société à travers la revue des documents de référence et des données d'activité de l'exercice en cours ;
- une analyse des plans d'affaires de la société : dans ce cadre des réunions et échanges se sont tenues avec le Président, le Directeur Général Délégué (qui est également responsable opérationnel des deux activités les plus contributrices à la valeur, le Directeur financier, ainsi que le conseil de la société sur les questions comptables et financières ;
- une analyse spécifique de la transaction de cession de la branche sécurité intervenue en avril 2018 ;
- la mise en œuvre des méthodes de valorisation généralement appliquées dans le cadre d'une analyse multicritère. Ont été prises en considération les méthodes généralement utilisées : analyse détaillée de l'historique du cours de bourse et DCF ;
- l'appréciation de l'équité du prix de l'Offre, reposant notamment sur la mise en œuvre de travaux de sensibilité des résultats des approches de valorisation à des paramètres clés à la fois financiers et opérationnels ;
- la revue critique des travaux d'évaluation de l'établissement présentateur ;
- la rédaction d'un rapport exposant nos approches de la valeur des actions ainsi que les conséquences de l'Offre envisagée pour les différentes catégories d'actionnaires ;
- la revue du rapport d'équité par l'associé en charge du contrôle qualité ;
- l'obtention d'une lettre d'affirmation de la part de la Société.

ANNEXE 3. CALENDRIER DE DEROULEMENT DE LA MISSION

Avril 2018

- 22/3 : Conseil d'administration de la Société décidant le lancement de l'opération et désignant l'expert indépendant
- 10/4 : Réunion avec la Direction et le conseil de la Société
- 12/4 : Projet de lettre de mission de l'expert indépendant
- 17/4 : Envoi des premières requêtes documentaires
- 20/4 : Entretien de Présentation des plans d'affaires
- 27/4 : Entretien sur les données historiques avec le conseil de la Société

Mai 2018

- 2/5 : Entretien avec la Direction financière d'approfondissement de la compréhension des données historiques et prévisionnelles
- 9/5 : Réunion avec la Direction financière de la Société et son conseil sur l'analyse des risques de la Société et les options structurantes de valorisation
- 18/5 : Présentation des premières conclusions de l'expert indépendant sur la valeur des actions de la Société

Juin 2018

- 18/6 : Réception du premier projet de note d'information
- 18/6 : Entretien avec le conseil juridique de la Société
- 19/6 : Réception du premier projet de rapport d'évaluation de l'Etablissement présentateur
- 20/6 : Réunion avec les administrateurs indépendants de la Société
- 26/6 : Réception du rapport définitif d'évaluation de l'Etablissement présentateur
- 22/6 : Réception du projet de note d'information complété
- 26/6 : Signature de la lettre d'affirmation par le Président-Directeur Général et le Directeur financier
- 26/6 : Remise du rapport de l'expert indépendant destiné au Conseil d'administration

ANNEXE 4. DOCUMENTATION UTILISEE

1. Documentation générale

- Statuts et extrait Kbis à jour de la Société et de ses filiales
- Etat des privilèges et des inscriptions au greffe du tribunal de commerce
- PV des AG 2014 à 2018
- PV des CA 2017 à 2018
- Etat de suivi de l'actionnariat et des actions en circulation
- Accord d'actionnaires du 5 mars 2010, formalisant l'action de concert des actionnaires fondateurs
- Projet de note d'information relative à l'Offre communiqué le 15 juin 2018

2. Données de marché relatives à la Société

- Documents de référence 2013 à 2017
- Communiqués de presse
- Arcep : La situation des MVNO sur le marché français de la téléphonie mobile : l'avis de l'ARCEP rendu dans le cadre de la saisine de l'Autorité de la concurrence par Alternative Mobile – Janvier 2013
- Arcep - Engagement de SFR à l'égard des MVNO : décision n°2012-0039 autorisant la Société Française du Radiotéléphone à utiliser des fréquences dans la bande 800 MHz en France métropolitaine pour établir et exploiter un réseau radioélectrique mobile ouvert au public (cf. p.14 à 16)

3. Données financières historiques

- Comptes consolidés du groupe 2013-2017
- Comptes annuels de la Société 2013-2017
- Comptes annuels des filiales 2016-2017, y compris Meta LFone
- Rapports des commissaires aux comptes sur les comptes annuels et sur les comptes consolidés
- Données analytiques de performance par activité 2015-2017
- Suivi budgétaire à fin avril 2018
- Détail du calcul de la trésorerie nette au 31 mars et 31 mai 2018

4. Documentation des transactions

- Cession des fonds de commerce de téléphonie fixe (sept. 2017) : protocole de cession et avenant n°I en date du 28 septembre 2018
- Cession de 100% des titres Afone Sécurité (avr. 2018) : index et règles de fonctionnement de la data-room, lettre d'offre, contrat de cession du 9 avril 2018 et lettre d'agrément du Ministère de l'Economie et des Finances du 7 juin 2018

5. Documents relatifs au BP

- Plan d'affaires 2018-2020 par activités
- Rapport d'évaluation au 30 juin 2016, établi par Grant Thornton le 3 février 2017, des activités hors Mobile, dans le cadre de la revue stratégique du portefeuille d'activité du groupe
- Détail des tests de dépréciation au 31 décembre 2017

6. Etudes et analyses de marché

- ARCEP :
 - Services Mobiles (4^e Trimestre 2017) - Observatoire Des Marchés Des Communications Electroniques - 1^{er} février 2018
 - 4G – Le très haut débit mobile - 12 décembre 2017 (<https://www.arcep.fr/?id=9971>)

- ACPR :
 - Rapport annuel 2016
 - Les chiffres du marché français de la banque et de l'assurance – 2016
- Document de référence 2017 Ingenico Group

7. Presse

- Les résultats s'améliorent, pas encore les ventes - Investir.fr Le 25/09/2017
- Le nouveau champ de bataille des opérateurs télécoms - Investir.fr Le 01/06/2016
- Afone : télésurveillance, monétique - Investir.fr Le 01/06/2016
- Un exercice 2014 bien difficile - Investir.fr Le 28/05/2015

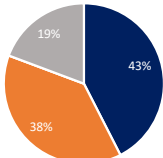
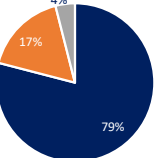
8. Bases de données

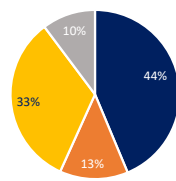
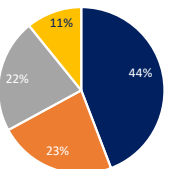
- S&P Capital IQ
- Epsilon Research / Primes de marché IdMidcaps

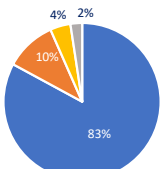
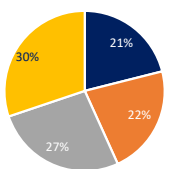
9. Autres sources

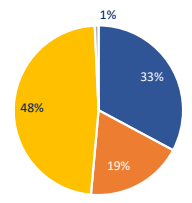
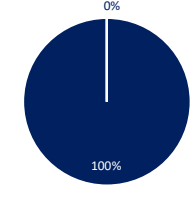
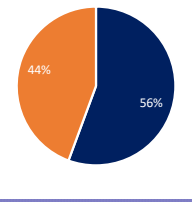
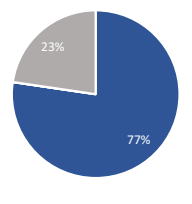
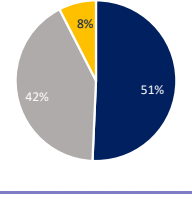
- Site du groupe : <http://www.afoneparticipations.com>
- Site de l'ARCEP : <http://www.arcep.fr>
- Site de l'ACPR : <https://acpr.banque-france.fr>
- Site de l'AMF : <http://www.amf-france.org>

ANNEXE 5. PRESENTATION DES SOCIETES COTEES DES SECTEURS TELCOM ET FINTECH

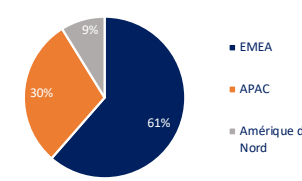
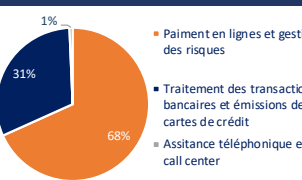
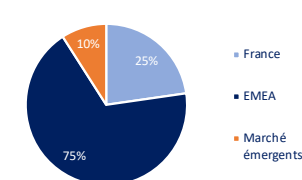
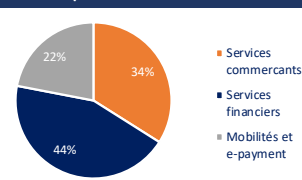
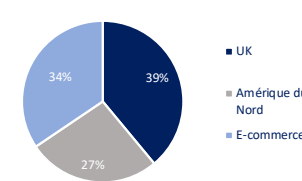
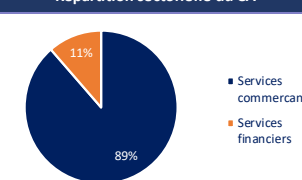
Société	Description activité					Répartition géographique du CA
Orange	Orange est le 1er opérateur de télécommunications français (MNO). S'appuyant sur une importante infrastructure de réseaux en propre, Orange propose notamment les services suivant : - Services de communication résidentielle (fixe) : téléphonie fixe, internet, visiophonie, télévision numérique, contenus multimédia - Services de communication personnelle (mobile) : mobile 2G,3G,4G via son réseau - Services de communication d'entreprise sous la marque d'Orange Business Service Orange propose également des services de paiement via sa plateforme Orange Money (notamment en Afrique) et dispose d'une offre bancaire et digitale après le lancement d'Orange Bank en 2016. Orange s'adresse aux marchés B2B, B2C et wholesale. Orange a investi entre autres 17 mrd € entre 2015 et 2018 pour le développement de ses réseaux					 ■ France ■ EMEA ■ US ■ Autres Présent directement dans 28 pays et plus de 220 pays couverts par le réseau
						Répartition sectorielle du CA  ■ Prest. de services aux particuliers ■ Prest. de services aux entreprises ■ Prest. de services aux opérateurs télécom internat.
	Pays	France	Employés	138 038	Capitalisation boursière	37 849 M€
	CA	41 096 M€	% marge Ebitda	19%	Ratio d'intensité capitalistique	2,11

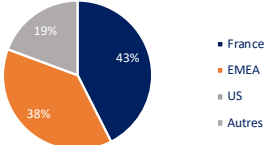
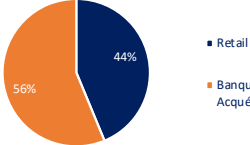
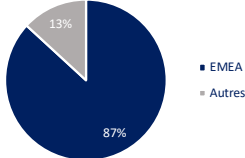
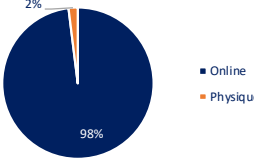
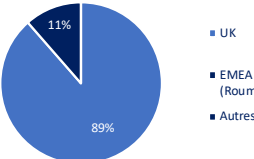
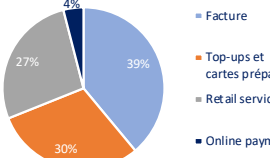
Société	Description activité					Répartition géographique du CA
Altice Europe	Altice est une holding multinationale spécialisée dans le câble, la télécommunication (MNO) et les médias. S'appuyant une politique d'acquisition externe agressive (notamment aux US), un endettement élevé, et une importante infrastructure de réseaux en propre, Altice propose notamment les services suivants : - Services de communication résidentielle : téléphonie fixe, internet, visiophonie, télévision numérique, contenus multimédia, presse - Services de communication personnelle : mobile 2G, 3G, 4G via son réseau Altice s'adresse aux marchés B2B, B2C et wholesale. Depuis 2014, le groupe a réalisé près de 36 Mrd € d'acquisition.					 ■ France ■ EMEA ■ US ■ Autres Présent directement dans 4 pays
						Répartition sectorielle du CA  ■ Fixe - B2C ■ Mobile - B2C ■ B2B et wholesale ■ Autres
	Pays	Pays-Bas	Employés	47 143	Capitalisation boursière	4 225 M€
	CA	23 365 M€	% marge Ebitda	25%	Ratio d'intensité capitalistique	0,75

Société	Description activité					Répartition géographique du CA
BT group	BT Group figure parmi les 1ers opérateurs de télécommunications britanniques (MNO). S'appuyant sur une importante infrastructure de réseaux en propre, BT Group propose notamment les services suivants : - Services de communication résidentielle : téléphonie fixe, internet, visiophonie, télévision numérique, contenus multimédia - Services de communication personnelle : mobile 2G, 3G, 4G via son réseau - Services de communication d'entreprise - Services de transformation digitale BT Group s'adresse aux marchés B2B, B2C et wholesale.					 ■ UK ■ EMEA ■ Amérique ■ Autres Présent dans plus de 180 pays
						Répartition sectorielle du CA  ■ Fixe - B2C ■ Mobile - B2C ■ B2B et wholesale ■ Autres (principalement transformation digitale)
	Pays	Royaume-Uni	Employés	105 800	Capitalisation boursière	21 183 M€
	CA	23 723 M€	% marge Ebitda	18%	Ratio d'intensité capitalistique	2,10

Société	Description activité					Répartition géographique du CA
Deutsche Telekom	Deutsche Telekom figure parmi les 1ers opérateurs mondiaux de télécommunication (MNO). S'appuyant sur une importante infrastructure de réseaux en propre, Deutsche Telekom propose notamment les services suivants : - Services de communication résidentielle : téléphonie fixe, internet, visiophonie, télévision numérique, contenus multimédia - Services de communication personnelle : mobile 2G, 3G, 4G via son réseau - Services de communication d'entreprise Deutsche Telekom s'adresse aux marchés B2B, B2C et wholesale.					 ■ Allemagne ■ EMEA ■ Amérique du Nord ■ Autres
						Présent dans plus de 50 pays Répartition sectorielle du CA
	Pays	Allemagne	Employés	216 926	Capitalisation boursière	63 305 M€
	CA	76 566 M€	% marge Ebitda	18%	Ratio d'intensité capitalistique	1,91
						na
Société	Description activité					Répartition géographique du CA
Iliad	Iliad est un groupe de télécommunication (MNO) et le 2e fournisseur français d'accès à internet haut débit. S'appuyant une politique tarifaire agressive et une infrastructure de réseaux en propre, Iliad propose notamment les services suivants : - Services de communication résidentielle : téléphonie fixe, internet, visiophonie, télévision numérique, contenus multimédia - Services de communication personnelle : mobile 2G, 3G, 4G via son réseau Iliad s'adresse exclusivement au marché B2C.					 ■ France ■ EMEA ■ Amérique du Nord ■ Autres
						Répartition sectorielle du CA
	Pays	France	Employés	9 712	Capitalisation boursière	7 803 M€
	CA	4 987 M€	% marge Ebitda	22%	Ratio d'intensité capitalistique	1,32
						 ■ Fixe - B2C ■ Mobile - B2C
Société	Description activité					Répartition géographique du CA
Telecom Italia	Telecom Italia est un groupe privé italien de télécommunication qui a hérité du réseau de téléphonie fixe de l'ancien opérateur public du même nom (MNO). Acteur majeur des télécommunications en Italie et au Brésil, Télécom Italia s'appuie sur une importante infrastructure de réseaux en propre, et propose notamment les services suivants : - Services de communication résidentielle : téléphonie fixe, internet, visiophonie, télévision numérique, contenus multimédia - Services de communication personnelle : mobile 2G, 3G, 4G via son réseau - Services de communication d'entreprise - Fabrication et vente de matériel de bureau et de terminaux Telecom Italia s'adresse aux marchés B2B, B2C et wholesale.					 ■ Italie ■ EMEA ■ Amérique du Nord ■ Autres (Brésil)
						Répartition sectorielle du CA
	Pays	Italie	Employés	59 489	Capitalisation boursière	13 470 M€
	CA	19 718 M€	% marge Ebitda	29%	Ratio d'intensité capitalistique	3,93
						 ■ Consumer ■ B2B et Whole Sale ■ Autres

Société	Description activité					Répartition géographique du CA
Telefonica	Telefonica est l'un des principaux acteurs mondiaux dans le secteur des télécommunications (MNO). S'appuyant sur une importante infrastructure de réseaux en propre, Telefonica propose notamment les services suivants : - Services de communication résidentielle : téléphonie fixe, internet, visiophonie, télévision numérique, contenus multimédia - Services de communication personnelle : mobile 2G, 3G, 4G via son réseau - Services de communication d'entreprise et call-center - Portails et contenus web Telefonica s'adresse aux marchés B2B, B2C et wholesale.					Implanté dans plus de 13 pays Répartition sectorielle du CA
	Pays	Espagne	Employés	122 834	Capitalisation boursière	37 884 M€
	CA	51 914 M€	% marge Ebitda	14%	Ratio d'intensité capitalistique	2,11
Société	Description activité					Répartition géographique du CA
Telenor	Telenor est la plus grande entreprise norvégienne de télécommunication (MNO). S'appuyant sur une importante infrastructure de réseaux en propre, Telenor propose notamment les services suivants : - Services de communication résidentielle : téléphonie fixe, internet, visiophonie, télévision numérique, contenus multimédia - Services de communication personnelle : mobile 2G, 3G, 4G via son réseau - Services de communication d'entreprise - Services de radiodiffusion - Ventes d'équipements (téléphones, ordinateurs, etc), prestation de services informatiques Telenor s'adresse aux marchés B2B, B2C et wholesale.					Répartition sectorielle du CA
	Pays	Norvège	Employés	31 000	Capitalisation boursière	245 473 MDKK
	CA	124 298 MDKK	% marge Ebitda	26%	Ratio d'intensité capitalistique	1,32
Société	Description activité					Répartition géographique du CA
Vodafone Group	Vodafone Group est l'un des principaux acteurs mondiaux dans le secteur des télécommunications (MNO). S'appuyant sur une importante infrastructure de réseaux en propre, Vodafone Group propose notamment les services suivants : - Services de communication résidentielle : téléphonie fixe, internet, visiophonie, télévision numérique, contenus multimédia - Services de communication personnelle : mobile 2G, 3G, 4G via son réseau - Services de communication d'entreprise - Services de cloud Vodafone Group s'adresse aux marchés B2B, B2C et wholesale.					Implanté dans 25 pays Répartition sectorielle du CA
	Pays	Royaume Uni	Employés	95 049	Capitalisation boursière	49 192 M€
	CA	46 571 M€	% marge Ebitda	14%	Ratio d'intensité capitalistique	1,46

Société	Description activité						Répartition géographique du CA
Wirecard	Figurant parmi les principaux fournisseurs mondiaux de solutions et de services pour le traitement des paiements électroniques et la gestion des risques liés aux opérations financières, Wirecard est un pure player online. A la différence de ses principaux concurrents, Wirecard dispose d'une banque agréée en propre. Wirecard réalise des prestations de : - PSP : gateway (capture de transaction) et service intégré (gestion de transaction complexe, notamment transfrontalière) - Acquiring transaction processing et commercial acquiring - Analyse de données, optimisation et lutte contre la fraude - Solutions d'encaissement - Banque - Emission de cartes de crédit / débit - Assistance téléphonique et call center						
	Pays	Allemagne	Employés	4 913	Capitalisation boursière	18 164 M€	Répartition sectorielle du CA
	CA	1 680 M€	% marge Ebitda	24%	Taux de commission moyen	1,6%	
Société	Description activité						Répartition géographique du CA
Worldline	Worldline fournit des services de paiement et de transactions électronique aux institutions financières, aux commerçants, aux entreprises et aux agences gouvernementales dans le monde entier. Bien implanté sur le segment e-commerce, Worldline segmente son activité en 3 catégories : - Services commerçants : acceptation et gestion de payment en lignes (PSP), vente et location de TPE, analyse de données, acquisition d'offres (acquiring), etc - Services financiers : émission de carte de crédit / débit, acquisition et traitement de transactions de paiement électroniques (acquiring), services de banque en ligne, solution de porte monnaie électronique, vente de logiciel de paiement, etc - Mobilité et e-payment : billetterie électroniques, solution de régulation automatique de circulation et stationnement, services numérique pour les sociétés publiques, etc						
	Pays	France	Employés	8 830	Capitalisation boursière	6 913 M€	Répartition sectorielle du CA
	CA	1 594 M€	% marge Ebitda	17%	Taux de commission moyen	na	
Société	Description activité						Répartition géographique du CA
Worldpay	Au travers de sa filiale Vantiv, Worldpay offre des services de paiement omnicanaux (physique, mobile, online) aux commerçants et aux institutions financières. Bien implanté sur le segment e-commerce, Worldpay réalise des prestations de : - PSP : gateway (capture de transaction) et service intégré (gestion de transaction complexe, notamment transfrontalière) - Acquiring transaction processing et commercial acquiring - Analyse de données, optimisation et lutte contre la fraude - Solutions d'encaissement - Services prépayés et cartes cadeaux						
	Pays	Etats-Unis	Employés	0	Capitalisation boursière	25 399 M\$	Répartition sectorielle du CA
	CA	3 949 M\$	% marge Ebitda	22%	Taux de commission moyen	0,2%	

Société	Description activité						Répartition géographique du CA
Ingenico	Ingenico est le leader mondial des solutions de paiement intégrées sur tous les canaux (en magasin, en ligne et sur mobile). Le groupe dispose d'un réseau de plus de 1000 banques et acquéreurs, d'une présence dans 170 pays, de l'acceptation de 300 moyens de paiement avec plus de 300 000 marchands. Disposant notamment de plus de 30 M de TPE fabriqués en propre, et bien implanté sur le segment e-commerce, Ingenico réalise des prestations de : - PSP : gateway (capture de transaction) et service intégré (gestion de transaction complexe, notamment transfrontalière) - Acquiring transaction processing et commercial acquiring - Analyse de données, optimisation et lutte contre la fraude - Solutions d'encaissement						 ■ France ■ EMEA ■ US ■ Autres
							Présent dans 170 pays Répartition sectorielle du CA  ■ Retail ■ Banque & Acquéreurs
	Pays	France	Employés	7 874	Capitalisation boursière	4 544 M€	
	CA	2 510 M€	% marge Ebitda	19%	Taux de commission moyen	na	
Société	Description activité						Répartition géographique du CA
SafeCharge International Group	Société de paiement omnicanal, historiquement connue pour ses activité dans le gambling et le trading sur Forex, SafeCharge est un pure player online. Historiquement positionné sur le secteur des jeux de hasard et du trading forex, le groupe a progressivement diversifié son offre. Safe Charge réalise des prestations de : - PSP : gateway (capture de transaction) et service intégré (gestion de transaction complexe, notamment transfrontalière) - Acquiring transaction processing et commercial acquiring (en propre et en partie revendu à des tiers) - Analyse de données, optimisation et lutte contre la fraude						 ■ EMEA ■ Autres
							Implanté dans 11 pays Répartition sectorielle du CA  ■ Online ■ Physique
	Pays	Royaume-Uni	Employés	360	Capitalisation boursière	511 M€	
	CA	112 M€	% marge Ebitda	26%	Taux de commission moyen	1,2%	
Société	Description activité						Répartition géographique du CA
PayPoint	Paypoint est une société de paiement proposant principalement des solutions de paiement de factures (électricité, gaz, etc). De par ses activités paypoint réalise notamment les prestations suivantes : - Gestion des transactions : rechargement des crédits d'utilisation d'électricité, gaz, téléphone, etc et reversement aux différents opérateurs - Distributeurs automatiques - Transfert d'argent (exploitant d'agences Western Union) - Solutions de paiement mobile et dématérialisation du stationnement (PayByPhone) Paypoint est présent sur tous les canaux (physique avec ses bornes Paypoint, mobile et online)						 ■ UK ■ EMEA (Roumanie) ■ Autres
							Répartition sectorielle du CA  ■ Facture ■ Top-ups et cartes prépayées ■ Retail services ■ Online payment
	Pays	Royaume-Uni	Employés	661	Capitalisation boursière	638 M€	
	CA	214 M€	% marge Ebitda	25%	Taux de commission moyen	2,0%	

ANNEXE 6. PRESENTATION DES TRANSACTIONS DANS LES DOMAINES DES TELECOM/MVNO ET FINTECH

■ FINTECH

Date	Cible	Pays	Activité	Acquéreur	Valeur d'entreprise (M€)	Multiples	Analyse
						EBITDA	
avr-18	iPayment	Etats-Unis	Credit / debit card based payment processing services to small business merchants	Paysafe Group	-	ND	Absence d'information financière
janv-18	Payvisions	Pays-Bas	Ecommerce payments processing solutions	ING Groep	360,0	ND	Activité insuffisamment comparable (e-commerce) et absence d'information
oct-17	Planet Payment	Royaume-Uni	Data and payment processor	Fintrax Group Holdings	180,2	18,9 X	Activité insuffisamment comparable : services tournés vers les devises étrangères, implantation géographique fortement asiatique, importance du e-commerce
sept-17	Nets	Danemark	Payments, cards and information services	Evergood 5	5 574,9	20,6 X	Activité insuffisamment comparable : émetteur de carte bancaire, implantation géographique éparse, services en partie BtoB
août-17	Worldpay	Royaume-Uni	Internet payment services and solutions	Vantiv	10 231,3	19,8 X	Activité insuffisamment comparable : importance du e-commerce, gestion de transaction complexe transfrontalière, implantation géographique éparse, en partie BtoB
août-17	Paysafe Group	Royaume-Uni	Online money transfer services	Blackstone / CVC	3 588,5	10,8 X	Activité insuffisamment comparable : moyen de paiement prépayé, online uniquement, implantation géographique éparse
juil-17	Bambora	Suède	Card acquiring, payment processing, infrastructure, and additional service	Ingenico Group	1 500,0	32,4 X	Activité insuffisamment comparable : importance du e-commerce, activités dans les pays nordiques
mai-17	CardConnect	Etats-Unis	Payment processing and technology solutions	First Data	671,0	16,3 X	Activité insuffisamment comparable : solutions de paiement soutenues par un cryptape P2PE, acceptation de paiements omnicanaux dans plusieurs système ERP (Oracle, SAP,etc) en partie BtoB
janv-17	Concardis	Allemagne	Payment service providers	Bain Capital	700,0	19,3 X	Activité insuffisamment comparable : importance du e-commerce, solutions d'encaissement intégrées
déc-16	Kalixa Payments	Royaume-Uni	Electronic payment services	Senjo Group	29,0	11,2 X	Activité insuffisamment comparable : importance du e-commerce, activités internationales
sept-16	Payment Software Company	Etats-Unis	Cyber security, payment and compliance-related consulting services	NCC Group	16,7	11,7 X	Activité insuffisamment comparable : importance du e-commerce, activités internationales, en partie BtoB et w holesale, une activité de cybersécurité
sept-16	SIA	Italie	Technology based payment services and infrastructure solutions	Poste Italiana	1 766,8	14,3 X	Activité insuffisamment comparable : activités de compensation, analyse de données gestion de carte de paiement, gestion de process de trésorerie transfrontalier
mars-16	Currency Select	Australie	Electronic payment transaction processing services	Global Blue	43,8	15,6 X	Activité insuffisamment comparable : implantation géographique éparse, gestion de flux majoritairement transfrontaliers, importance du e-commerce, conversion dynamique de devises
janv-16	TransFirst	Etats-Unis	Merchant solutions provider	Total System Services	2 196,0	15,6 X	Activité insuffisamment comparable : importance du e-commerce, activité aux US, en partie BtoB
						Moyenne	17,2 X
						Médiane	16,0 X

▪ **TELECOM/MVNO**

Date	Cible	Pays	Activité	Acquéreur	Valeur d'entreprise (M€)	Multiples	Analyse
						EBITDA	
déc.-17	Eircom Group	Irlande	Telecommunications provider	Iliad	3 500,0	6,7 X	Activité insuffisamment comparable : MNO disposant d'une infrastructure réseau en propre
sept.-17	SFR	France	Telecom operator company	Altice	31 700,7	8,8 X	Activité insuffisamment comparable : MNO disposant d'une infrastructure réseau en propre
mars-17	Telefonica Deutschland	Allemagne	Mobile and fixed-line services providing voice, data and other services	Telefonica	13 557,1	9,8 X	Activité insuffisamment comparable : MNO disposant d'une infrastructure réseau en propre
nov.-16	Phonero	Norvège	Mobile and telephony services	Telia Company	253,8	10,5 X	Activité insuffisamment comparable : MVNO avec services majoritairement dédiés aux entreprises (B2B), activités uniquement en Norvège
sept.-16	SFR	France	Telecom operator company	Altice	26 210,4	6,8 X	Activité insuffisamment comparable : MNO disposant d'une infrastructure réseau en propre
juin-16	Yoigo	Espagne	Mobile network	Masmovil Ibercom	612,0	7,4 X	Activité insuffisamment comparable : MNO disposant d'une infrastructure réseau en propre
avr.-16	Pepemobile	Espagne	Mobile phone services	Masmovil Ibercom	158,0	12,1 X	Activité insuffisamment comparable : MVNO avec offre de services plus diversifiés (internet)
mars-16	Sunrise Communications	Suisse	Mobile telephony, fixed network, and Internet services	Freenet	4 462,5	8,0 X	Activité insuffisamment comparable : MNO disposant d'une infrastructure réseau en propre
						Moyenne	8,8 X
						Médiane	8,4 X

4. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE

Le Conseil d'administration de la Société s'est réuni le 26 juin 2018 sous la présidence de Monsieur Philip Fournier, Président – Directeur général de la Société, afin d'examiner le projet d'offre publique de rachat par la Société de ses propres actions et de rendre un avis motivé sur l'intérêt et les conséquences de l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés. Messieurs Philip Fournier et Eric Durand-Gasselin et Mesdames Marie Robin et Myriam Durand Gasselin étaient présents (physiquement ou par visioconférence) et ont pris part au vote. Monsieur Vincent Kemmoun était représenté par Monsieur Philip Fournier.

Le Conseil d'administration, à l'unanimité des membres présents et représentés, après avoir pris connaissance (i) de l'ensemble des termes et conditions de l'opération envisagée, telle que présentée dans le projet de note d'information qui lui a été soumis (le « **Projet de Note d'Information** »), (ii) des motifs et des intentions de la Société, (iii) des travaux d'évaluation menés par Sodica ECM et (iv) du rapport du cabinet Advolis, représenté par Monsieur Hugues de Noray nommé en qualité d'expert indépendant en application de l'article 261-1 I 3° du Règlement général de l'AMF (l'« **Expert Indépendant** »), et après en avoir délibéré :

- a pris acte de l'intention des actionnaires de contrôle ainsi que de celle de Monsieur Vincent Kemmoun, administrateur, de ne pas apporter leurs titres à l'Offre, soit respectivement 3 341 239 actions et 750 actions ;
- a pris acte de la volonté des actionnaires de contrôle de voter favorablement lors de l'assemblée générale extraordinaire de la Société convoquée le 4 juillet prochain sur la résolution relative à la réduction de capital par rachat d'actions par voie d'offre publique de rachat en vue de leur annulation ;
- a constaté que l'Expert Indépendant avait conclu au caractère équitable des termes et conditions de l'Offre ;
- a considéré que l'Offre (i) constituait une opportunité offerte aux actionnaires minoritaires de la Société de céder tout ou partie de leurs actions à un prix comportant une prime de 10,2% par rapport au cours de clôture du 29 mai 2018, dernier jour de négociation précédant l'annonce du projet d'Offre, après prise en compte du paiement du solde de dividende 2017 effectué le 5 juin 2018, et une prime de 10,3% et 16,1% par rapport au cours moyen pondéré par les volumes, sur une période de 3 mois et de 12 mois, respectivement, précédant le 29 mai 2018, (ii) était dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés et (iii) n'aurait pas d'impact sur la stratégie que la Société entend poursuivre, ni sur sa politique industrielle, commerciale et financière, ni de conséquences sur ses orientations en matière d'emploi ou sur sa politique de distribution de dividendes ;
- a décidé, compte tenu de ce qui précède, (i) d'approuver les termes du projet d'Offre selon les modalités et conditions ainsi exposées et détaillées dans le Projet de Note d'Information, sous réserve de l'approbation par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de la Société de la résolution nécessaire à la réduction de capital par rachat d'actions par voie d'offre publique de rachat en vue de leur annulation et (ii) en conséquence, d'émettre un avis favorable sur l'Offre et de recommander aux actionnaires concernés de la Société d'apporter leurs titres à l'Offre.
- a autorisé le Président-Directeur-Général, à déposer le projet d'Offre en ce compris le Projet de Note d'Information, à effectuer toutes démarches, finaliser et signer tous documents nécessaires à cette fin et plus généralement faire le nécessaire pour mener à bien cette opération.

5. INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables d'Afone Participations seront déposées auprès de l'AMF au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre.

Ces informations qui feront l'objet d'un document d'information spécifique établi par la Société, seront disponibles sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et d'Afone Participations (www.afoneparticipations.com), et pourront être obtenues sans frais auprès de :

- AFONE PARTICIPATIONS, 11, place François Mitterrand, 49100 Angers ;
- SODICA CORPORATE FINANCE, 12, place des Etats-Unis, 92120 Montrouge ;
- CREDIT LYONNAIS, dont le siège social est 18, rue de la République, 69002 Lyon, et le siège central 20, avenue de Paris, 91811 Villejuif.

6. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE D'INFORMATION

Pour l'Initiateur

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

Philip Fournier
Président Directeur Général

Pour l'établissement présentateur de l'Offre

« Conformément à l'article 231-18 du Règlement général de l'AMF, LCL, établissement présentateur de l'Offre, atteste qu'à sa connaissance, la présentation de l'Offre, qu'elle a examinée sur la base des informations communiquées par l'Initiateur, et les éléments d'appréciation du prix proposé, sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

LCL