

Le présent projet d'offre et le présent projet de note d'information conjointe restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

**PROJET D'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT
VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE**



INITIEE CONJOINTEMENT PAR LES SOCIETES

FL FINANCE et AWYS

Conseillée par Sodica ECM



Présentée par LCL



**PROJET DE NOTE D'INFORMATION CONJOINTE AUX SOCIÉTÉS FL FINANCE ET AWYS
ET A LA SOCIÉTÉ AFONE PARTICIPATIONS**

Prix unitaire de l'Offre : 13 euros par action
Durée de l'Offre : 10 jours de négociation
Le calendrier de l'Offre sera fixé par l'Autorité des Marchés Financiers conformément aux dispositions de son règlement général

Avis important

Sous réserve de la décision de conformité de l'AMF, à l'issue de l'offre publique de retrait faisant l'objet du présent projet de note d'information conjointe, la procédure de retrait obligatoire prévue à l'article L. 433-4, II du Code monétaire et financier sera mise en œuvre, dans la mesure où les conditions dudit retrait sont d'ores et déjà réunies, afin de se voir transférer les actions Afone Participations qui n'auront pas été apportées à l'offre publique de retrait moyennant une indemnisation égale au prix proposé dans le cadre de l'Offre, soit 13 euros par action Afone Participations, nette de tous frais.



Le présent projet de note d'information conjointe a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« AMF ») le 14 novembre 2019, conformément aux dispositions des articles 231-13, 231-16, 231-18, 231-19, 236-3 et 237-1 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 conjointe 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 :

- FL FINANCE, 76, route de Thionville, L2610 Luxembourg (Luxembourg) ;
- AWYS, 2-8, rue Julien Vesque, L2668 Luxembourg (Luxembourg) ;
- 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 de FL Finance, Awys et 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	4
1.1. INTRODUCTION	4
1.2. CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE	4
1.2.1. Contexte de l'Offre	4
1.2.2. Répartition du capital et des droits de vote d'Afone Participations	6
1.2.3. Titres et droits donnant accès au capital de la Société	6
1.2.4. Motifs de l'Offre	6
1.3. INTENTIONS DES INITIATEURS POUR LES DOUZE MOIS A VENIR	7
1.3.1. Stratégie, politique industrielle, commerciale et financière	7
1.3.2. Emploi	7
1.3.3. Statut juridique de la Société	7
1.3.4. Composition des organes sociaux et de direction	7
1.3.5. Cotation des actions de la Société	7
1.3.6. Distribution de dividendes	7
1.3.7. Synergies, gains économiques et perspective d'une fusion	7
1.3.8. Avantages pour la Société, les Initiateurs, et leurs actionnaires	7
1.4. ACCORDS POUVANT AVOIR UN EFFET SIGNIFICATIF SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE	8
2. CONDITIONS DE L'OFFRE	8
2.1. TERMES DE L'OFFRE	8
2.2. NOMBRE ET NATURE DES TITRES VISES PAR L'OFFRE	8
2.3. MODALITES DE L'OFFRE	9
2.4. PROCEDURE DE PRESENTATION DES ACTIONS A L'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT	9
2.5. RETRAIT OBLIGATOIRE ET RADIATION D'EURONEXT PARIS	10
2.6. DROIT APPLICABLE	10
2.7. CALENDRIER INDICATIF DE L'OFFRE	10
2.8. MODALITES DE FINANCEMENT ET FRAIS LIÉES A L'OFFRE	12
2.9. RESTRICTIONS CONCERNANT L'OFFRE A L'ETRANGER	12
2.10. REGIME FISCAL DE L'OFFRE	13
2.10.1. Actionnaires personnes physiques résidents fiscaux de France agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et ne réalisant pas d'opérations de bourse à titre habituel dans les mêmes conditions qu'un professionnel	13
2.10.2. Actionnaires personnes morales résidents fiscaux de France et assujettis à l'impôt sur les sociétés	15
2.10.3. Actionnaires non-résidents fiscaux de France	16
2.10.4. Autres situations	17
2.10.5. Droits d'enregistrement ou taxe sur les transactions financières	17
3. INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIÉTÉ	17
3.1. STRUCTURE DU CAPITAL SOCIAL	17
3.2. RESTRICTIONS STATUTAIRES A L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE ET AUX TRANSFERTS D' ACTIONS OU CLAUSES DES CONVENTIONS PORTEES A LA CONNAISSANCE DE LA SOCIÉTÉ EN APPLICATION DE L'ARTICLE L.233-11 DU CODE DE COMMERCE	18
3.3. PARTICIPATIONS DIRECTES OU INDIRECTES DANS LE CAPITAL DE LA SOCIÉTÉ DONT ELLE A CONNAISSANCE EN VERTU DES ARTICLES L. 233-7 ET L. 233-12 DU CODE DE COMMERCE	18
3.4. LISTE DES DÉTENTEURS DE TOUT TITRE COMPORTANT DES DROITS DE CONTRÔLE SPÉCIAUX ET DESCRIPTION DE CEUX-CI	18

Le présent projet d'offre et le présent projet de note d'information conjointe restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

3.5.	MECANISMES DE CONTROLE PREVUS DANS UN EVENTUEL SYSTEME D'ACTIONNARIAT DU PERSONNEL, QUAND DES DROITS DE CONTROLE NE SONT PAS EXERCES PAR CE DERNIER.....	18
3.6.	ACCORDS ENTRE ACTIONNAIRES DONT LA SOCIÉTÉ A CONNAISSANCE ET QUI PEUVENT ENTRAINER DES RESTRICTIONS AU TRANSFERT D' ACTIONS ET A L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE.....	18
3.7.	REGLES APPLICABLES A LA NOMINATION ET AU REMPLACEMENT DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION AINSI QU' A LA MODIFICATION DES STATUTS DE LA SOCIÉTÉ	18
3.7.1.	Nomination et remplacement des membres du conseil d'administration.....	18
3.7.2.	Modification des statuts de la Société.....	19
3.8.	POUVOIRS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION, EN PARTICULIER EN CE QUI CONCERNE L'EMISSION OU LE RACHAT D' ACTIONS	19
3.9.	ACCORDS CONCLUS PAR LA SOCIETE QUI SONT MODIFIES OU PRENNENT FIN EN CAS DE CHANGEMENT DE CONTROLE DE LA SOCIETE	21
3.10.	ACCORDS PREVOYANT DES INDEMNITES POUR LES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION OU LES SALARIES, S'ILS DEMISSIONNENT OU SONT LICENCIES SANS CAUSE REELLE ET SERIEUSE OU SI LEUR EMPLOI PREND FIN EN RAISON D'UNE OFFRE PUBLIQUE D' ACHAT OU D'ECHANGE	21
4.	ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX DE L'OFFRE	22
4.1.	METHODOLOGIE.....	22
4.2.	METHODES RETENUES.....	24
4.3.	SYNTHESE DES ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX DE L'OFFRE	28
5.	EXPERTISE INDEPENDANTE	29
6.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE.....	30
7.	INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION	31
8.	INTENTION DE LA SOCIETE QUANT AUX ACTIONS AUTO-DETENUES.....	31
9.	INFORMATIONS RELATIVES AUX INITIATEURS ET A LA SOCIETE	31
10.	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE D'INFORMATION CONJOINTE.....	32

1. PRESENTATION DE L'OFFRE

1.1. INTRODUCTION

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 236-3 et 237-1 du règlement général de l'AMF, la société FL Finance, société anonyme de droit luxembourgeois, dont le siège social est situé 76 route de Thionville L2610 Luxembourg (Luxembourg), identifiée sous le numéro B 151.065 (« **FL Finance** ») et la société Awys, société anonyme de droit luxembourgeois, dont le siège social est situé 2-8 rue Julien Vesque L2668 Luxembourg (Luxembourg), identifiée sous le numéro B 152.840 (« **Awys** »), ensemble avec FL Finance, les « **Initiateurs** », agissant de concert avec M. Eric Durand-Gasselin (le « **Concert** »), proposent de manière irrévocable aux actionnaires de la société Afone Participations, société anonyme au capital de 389 178,70 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** ») et dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment C du marché réglementé d'Euronext à Paris (« **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0000044612, d'acquérir la totalité des actions Afone Participations dans le cadre d'une offre publique de retrait (l'« **Offre** »), qui sera immédiatement suivie d'une procédure de retrait obligatoire, dans la mesure où les conditions d'application dudit retrait sont d'ores et déjà réunies (le « **Retrait Obligatoire** »), au prix de 13 euros par action.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, ce projet d'Offre est déposé par le Crédit Lyonnais (l'« **Etablissement Présentateur** » ou « **LCL** »), qui garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par les Initiateurs dans le cadre de l'Offre.

A la date de dépôt du présent projet de note d'information, le Concert détient 3 341 239 actions Afone Participations représentant 85,85% ¹ des actions et 6 682 478 droits de vote représentant 92,29% des droits de vote théoriques de la Société, dont 2 616 276 actions représentant 67,23% du capital et 5 232 552 droits de vote représentant 72,26% des droits de vote théoriques de la Société sont détenues directement par FL Finance, 715 063 actions représentant 18,37% du capital et 1 430 126 droits de vote représentant 19,75% des droits de vote théoriques de la Société sont détenus directement par Awys et 9 900 actions représentant 0,25% du capital et 19 800 droits de vote représentant 0,27% des droits de vote théoriques de la Société sont détenus directement par M. Eric Durand-Gasselin.

L'Offre vise la totalité des actions non détenues directement ou indirectement par le Concert à la date des présentes, à l'exception des 188 340 actions auto-détenues, soit, à la connaissance des Initiateurs, un nombre total de 362 208 actions, représentant 9,31% du capital et 370 142 droits de vote représentant 5,11% des droits de vote théoriques de la Société sur la base d'un nombre total de 3 891 787 actions et 7 240 557 droits de vote de la Société (calculés conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF).

A l'issue de l'Offre, la procédure de Retrait Obligatoire prévue à l'article L. 433-4 II du Code monétaire et financier sera mise en œuvre dans la mesure où les conditions d'application du Retrait Obligatoire sont d'ores et déjà réunies, et les actions Afone Participations non détenues par les Initiateurs qui n'auront pas été apportées à l'Offre leur seront transférées moyennant une indemnisation égale au prix proposé dans le cadre de l'Offre, soit 13 euros par action, nette de tous frais.

1.2. CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE

1.2.1. Contexte de l'Offre

FL Finance et Awys souhaitent acquérir le solde du capital d'Afone Participations non détenu par le Concert, à l'exception des actions auto-détenues, dans le cadre de la présente Offre.

¹ Après l'annulation de 200.000 actions auto-détenues réalisées le 7 novembre 2019 par réduction du capital de la Société.

Les participations actuelles de FL Finance et Awys, agissant de concert avec M. Eric Durand-Gasselín, résultent des opérations intervenues depuis 2018 et rappelées ci-après :

Offre publique de rachat d'actions

Le 26 juin 2018, le conseil d'administration de la Société a procédé à la mise en œuvre d'un rachat d'actions d'Afone Participations en vue de leur annulation auprès des actionnaires de la Société dans le cadre d'une offre publique de rachat, en application des articles L.225-204 et L.225-207 du Code de commerce.

En application de la décision de conformité de l'AMF du 10 juillet 2018 (décision et information 218C1250 du 10 juillet 2018), emportant visa de la note d'information sous le n°18-296, la Société s'était engagée irrévocablement à racheter un maximum de 1 000 000 de ses propres actions du 12 juillet au 3 août 2018 inclus, représentant 19,66% du capital et 11,76% des droits de vote, au prix unitaire de 9,20 € en vue de les annuler et de réduire le capital à concurrence de la valeur nominale des actions annulées.

Les actionnaires concertistes s'étaient engagés de manière irrévocable à n'apporter à l'offre aucune des 3 341 239 actions Afone Participations qu'ils détenaient.

Dans le cadre de cette opération, dont le résultat a fait l'objet de l'avis AMF n° 218C1422 en date du 8 août 2018, la Société a racheté 794 714 actions Afone Participations, représentant 15,62% du capital.

Dans sa séance du 31 août 2018, le conseil d'administration de la Société a approuvé la réduction du capital social de la Société d'un montant nominal de 79 471,40 euros, correspondant à l'annulation des 794 714 actions de 0,10 euro de nominal.

A l'issue de cette offre publique de rachat, FL Finances, Awys et M. Eric Durand-Gasselín détenaient respectivement 2 616 276 actions, 715 063 actions et 9 900 actions représentant globalement 77,84 % du capital et 87,41 % droits de vote de la Société.

Réduction de capital de novembre 2018

Dans sa séance du 12 novembre 2018, le conseil d'administration de la Société a approuvé la réduction du capital social de la Société d'un montant nominal de 20 044,70 euros, correspondant à l'annulation de 200 447 actions de 0,10 euro de nominal, qui représentaient alors 4,9% du capital et 2,69% des droits de vote.

Actions acquises dans le cadre d'un programme de rachat d'actions et réduction de capital de novembre 2019

Dans le cadre du renouvellement du programme de rachat d'actions autorisé par l'assemblée générale des actionnaires de la Société en date du 30 mai 2018, en application de l'article L.225-209 du Code de commerce, 143 074 actions Afone Participations ont été acquises durant la période du 9 janvier au 14 août 2019 au cours moyen de 12,29 €. Avant la mise en œuvre de ce programme, la Société détenait 245 266 de ses propres actions.

Dans sa séance du 7 novembre 2019, le conseil d'administration de la Société a approuvé la réduction du capital social de la Société d'un montant nominal de 20 000 euros, correspondant à l'annulation de 200.000 actions auto-détenues de 0,10 euro de nominal, qui représentaient alors 4,89% du capital et 2,69% des droits de vote.

Déclarations de franchissements de seuils

Par lettre en date du 7 novembre 2019 à l'AMF, FL Finance, Awys et M. Eric Durand-Gasselín ont déclaré avoir franchi de concert à la hausse le seuil légal de 90% des droits de vote d'Afone Participations.

Par lettre en date du 12 novembre 2019 à l'AMF, FL Finance a déclaré avoir franchi à la hausse le seuil légal des 2/3 du capital d'Afone Participations et la Famille Durand-Gasselín, composée d'Awys et

Eric Durand-Gasselin, a déclaré avoir franchi à la hausse le seuil légal de 20% des droits de vote et a déposé une déclaration d'intention.

Ces franchissements de seuil résultent de l'annulation de 200 000 actions auto-détenues.

Ces déclarations feront l'objet d'un avis publié sur le site Internet de l'AMF.

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

A la suite des opérations susvisées, à la connaissance des Initiateurs, la répartition du capital et des droits de vote d'Afone Participations, à la date de dépôt du présent projet de note d'information conjointe, est la suivante :

Répartition du capital et des droits de vote d'Afone Participations au 8 novembre 2019

	Nb actions	% capital	Nb droits de vote	% droits de vote
FL Finance ⁽¹⁾	2 616 276	67,23%	5 232 552	72,27%
Awys ⁽²⁾	715 063	18,37%	1 430 126	19,75%
Eric Durand-Gasselin	9 900	0,25%	19 800	0,27%
Famille Durand-Gasselin	724 963	18,63%	1 449 926	20,03%
Total Concert	3 341 239	85,85%	6 682 478	92,29%
Auto-détention	188 340	4,84%	188 340	2,60%
Actionnaires au nominatif	7 764	0,20%	15 295	0,21%
Public	354 444	9,11%	354 444	4,90%
Total	3 891 787	100,00%	7 240 557	100,00%

⁽¹⁾ Contrôlée par la famille Fournier

⁽²⁾ Contrôlée par la famille Durand-Gasselin

1.2.3. Titres et droits donnant accès au capital de la Société

A la connaissance des Initiateurs, il n'existe aucun titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société.

1.2.4. Motifs de l'Offre

En conséquence des opérations susvisées et compte tenu de la faible liquidité durable qui affecte aujourd'hui le titre Afone Participations, les actionnaires minoritaires ne représentant que 9,31% du capital et 5,11% des droits de vote, les Initiateurs souhaitent acquérir le solde du capital de la Société et ont ainsi déposé auprès de l'AMF la présente Offre.

L'Offre est réalisée dans l'objectif d'acquérir 100% des actions Afone Participations et de procéder à la radiation des actions de la Société du marché Euronext à Paris.

Les actionnaires qui participeront à l'Offre bénéficieront d'une liquidité immédiate sur leurs actions. Le prix de 13 euros par action proposé dans l'Offre fait par ailleurs ressortir une prime de 6,7 % sur la moyenne 12 mois du cours précédant l'annonce du projet d'Offre le 27 septembre 2019.

Les éléments d'appréciation du prix des actions faisant l'objet de l'Offre sont précisés à la section 4 ci-après.

Conformément aux dispositions des articles 261-1 I et II du règlement général de l'AMF, le conseil d'administration de la Société a, lors de sa séance du 26 septembre 2019, désigné le cabinet Sorgem Evaluation, représenté par Monsieur Thomas Hachette, en qualité d'expert indépendant chargé d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre. Le rapport du cabinet Sorgem Evaluation en date du 8 novembre 2019, qui conclut au caractère équitable du prix proposé aux actionnaires dans le cadre de l'Offre et du Retrait Obligatoire, est intégralement reproduit à la section 5 du présent projet de note d'information conjointe.

1.3. INTENTIONS DES INITIATEURS POUR LES DOUZE MOIS A VENIR

1.3.1. Stratégie, politique industrielle, commerciale et financière

Les Initiateurs ont l'intention de poursuivre les activités de la Société dans la continuité de la stratégie actuellement mise en œuvre.

1.3.2. Emploi

L'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite des activités de la Société et ne devrait pas avoir d'incidence particulière sur la politique poursuivie par la Société en matière d'effectifs, de politique salariale et de gestion des ressources humaines. L'Offre ne devrait donc pas avoir d'impact négatif en matière d'emploi.

1.3.3. Statut juridique de la Société

Les Initiateurs n'envisagent pas d'apporter de modifications aux statuts de la Société à la suite de l'Offre.

1.3.4. Composition des organes sociaux et de direction

Après la réalisation de l'Offre, les Initiateurs n'envisagent pas de modifier de manière substantielle la composition du Conseil d'administration de la Société, ni sa Direction générale.

1.3.5. Cotation des actions de la Société

Dans la mesure où les actionnaires minoritaires ne détiennent pas plus de 10% du capital et des droits de vote d'Afone Participations, à l'issue de l'Offre, une procédure de Retrait Obligatoire visant la totalité des actions Afone Participations non détenues par le Concert, à l'exception des actions auto-détenues, sera mise en œuvre.

Dans le cadre du Retrait Obligatoire, les actions Afone Participations non détenues par le Concert, à l'exception des actions auto-détenues, seront transférées aux Initiateurs moyennant une indemnisation égale au prix proposé dans le cadre de l'Offre, soit 13 euros par action, nette de tous frais.

1.3.6. 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.

1.3.7. Synergies, gains économiques et perspective d'une fusion

En dehors de l'économie des coûts de cotation, qui serait liée à la radiation des actions de la Société du marché Euronext à Paris après la mise en œuvre du Retrait Obligatoire, les Initiateurs et la Société n'anticipent pas que l'Offre permette la réalisation de synergies ou gains économiques. En outre, aucune fusion entre les Initiateurs et la Société n'est envisagée à la suite de l'Offre.

1.3.8. Avantages pour la Société, les Initiateurs, et leurs actionnaires

Intérêts de l'opération pour la Société et ses actionnaires :

La Société n'envisage pas d'avoir recours aux marchés financiers dans l'avenir pour se financer. Dès lors, les coûts récurrents de cotation sur le marché réglementé d'Euronext Paris et les contraintes réglementaires afférentes semblent aujourd'hui disproportionnés par rapport à la faible liquidité de l'action, et plus généralement au bénéfice de la cotation.

Dans un contexte de liquidité faible du titre Afone Participations, les Initiateurs proposent aux actionnaires d'Afone Participations qui apporteront leurs actions à l'Offre une liquidité immédiate pour

la totalité de leurs actions au prix de 13 € par action faisant notamment apparaître (i) une prime de 3,2% par rapport au cours moyen pondéré par les volumes de l'action Afone Participations sur la moyenne 1 mois précédant l'annonce du projet d'Offre le 27 septembre 2019 et (ii) une prime de 1,2% par rapport au cours moyen pondéré par les volumes de l'action Afone Participations sur les 60 jours de négociation précédant l'annonce du projet d'Offre le 27 septembre 2019.

Les éléments d'appréciation du prix proposé aux actionnaires de la Société dans le cadre de l'Offre sont précisés à la Section 4 de la présente note d'information conjointe.

Intérêts de l'opération pour les Initiateurs et leurs actionnaires :

Les Initiateurs considèrent que la radiation des actions Afone Participations du marché Euronext à Paris sera de nature à simplifier le fonctionnement de la Société et lui permettra de consacrer ses ressources à son développement.

1.4. ACCORDS POUVANT AVOIR UN EFFET SIGNIFICATIF SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE

Les Initiateurs n'ont pas connaissance d'un quelconque accord et ne sont pas parties à un quelconque accord en lien avec l'Offre ou qui pourrait potentiellement avoir un impact significatif sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre. En particulier, il n'existe pas d'engagement d'apport ou de non-apport à l'Offre.

2. CONDITIONS DE L'OFFRE

2.1. TERMES DE L'OFFRE

En application des dispositions des articles 231-13, 236-3 et 237-1 du règlement général de l'AMF, LCL, agissant en qualité d'établissement présentateur de l'Offre, a déposé le 14 novembre 2019 le projet d'Offre auprès de l'AMF sous la forme d'une offre publique de retrait visant les actions Afone Participations non détenues par le Concert, à l'exception des actions auto-détenues, ainsi que le présent projet de note d'information conjointe relatif à l'Offre.

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

Les Initiateurs s'engagent irrévocablement à acquérir auprès des actionnaires d'Afone Participations les actions de la Société qui seront apportées à l'Offre, au prix de 13 euros par action.

Dans le cadre du Retrait Obligatoire, les actions Afone Participations non détenues par le Concert, à l'exception des actions auto-détenues par la Société, seront transférées aux Initiateurs à l'issue de l'Offre, moyennant une indemnisation égale au prix proposé dans le cadre de l'Offre, soit 13 euros par action.

2.2. NOMBRE ET NATURE DES TITRES VISES PAR L'OFFRE

A la date du présent projet de note d'information conjointe, le Concert détient 3 341 239 actions et 6 682 478 droits de vote de la Société, représentant 85,85% ² du capital et 92,29% des droits de vote de la Société. L'Offre vise la totalité des actions non détenues directement ou indirectement par le Concert à la date des présentes, à l'exception des actions auto-détenues, soit, à la connaissance des Initiateurs, un nombre total maximum de 362 208 actions.

A la date du présent projet de note d'information conjointe, il n'existe, à la connaissance des Initiateurs, aucun titre de capital ni aucun instrument financier autre que les actions ordinaires de la Société pouvant donner accès immédiatement ou à terme au capital ou aux droits de vote de la Société.

² Après l'annulation de 200.000 actions auto-détenues réalisées le 7 novembre 2019 par réduction du capital de la Société.

2.3. MODALITES DE L'OFFRE

Conformément à l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, la présente Offre a été déposée auprès de l'AMF le 14 novembre 2019. Un avis de dépôt sera publié par l'AMF sur son site internet (www.amf-france.org).

Conformément à l'article 231-16 du règlement général de l'AMF, un communiqué de presse conjoint relatif aux termes de l'Offre a été diffusé le 14 novembre 2019 par les Initiateurs et la Société et mis en ligne sur le site Internet d'Afone Participations (www.afoneparticipations.com). Le présent projet de note d'information conjointe a été rendu public sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et d'Afone Participations (www.afoneparticipations.com), et peut être obtenu sans frais auprès de FL Finance, Awys, Afone Participations, Sodica et de l'Etablissement Présentateur de l'Offre.

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

L'AMF publiera sur son site Internet (www.amf-france.org) une déclaration de conformité motivée relative à l'Offre après s'être assurée de la conformité de l'Offre avec les dispositions légales et réglementaires qui lui sont applicables. Cette décision de conformité emportera visa de la note d'information conjointe.

La note d'information conjointe visée par l'AMF ainsi que les autres informations (notamment juridiques, comptables et financières) relatives aux Initiateurs et à la Société seront, conformément aux articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF, tenues gratuitement à la disposition du public, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre, auprès d'Afone Participations, FL Finance, Awys, Sodica et LCL. Ces documents seront aussi également mis en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et d'Afone Participations (www.afoneparticipations.com).

Un communiqué de presse conjoint sera publié afin de préciser les conditions dans lesquelles ces documents seront rendus publics conformément aux articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF.

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 et le calendrier de l'Offre ainsi que les conditions de mise en œuvre du Retrait Obligatoire.

2.4. PROCEDURE DE PRESENTATION DES ACTIONS A L'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT

L'Offre sera ouverte pendant une période de dix (10) jours de négociation conformément à l'article 236-7 du règlement général de l'AMF.

Les actions apportées à l'Offre devront être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement, ou toute autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit restreignant le libre transfert de leur propriété.

Kepler Cheuvreux, prestataire de services d'investissement habilité en tant que membre du marché, se portera acquéreur, pour le compte des Initiateurs, des actions qui seront apportées à l'Offre, conformément à la réglementation applicable en vigueur. Les actions acquises dans le cadre de l'Offre seront réparties entre les Initiateurs à hauteur de leur quote-part du capital de la Société, soit 78,3% pour FL Finance et de 21,7% pour Awys.

Les actionnaires de la Société qui souhaiteraient apporter leurs actions à l'Offre pourront céder leurs actions sur le marché. Le règlement-livraison des actions cédées (y compris le paiement du prix) interviendra le deuxième jour de négociation suivant celui d'exécution des ordres, et les frais de négociation (y compris les frais de courtage et de TVA correspondants) afférents à ces opérations resteront en totalité à la charge des actionnaires apportant leurs actions à l'Offre, étant précisé que :

- les actionnaires d'Afone Participations dont les actions sont inscrites auprès d'un intermédiaire financier (banque, établissement de crédit, entreprise d'investissement, etc.) et qui souhaiteraient apporter leurs actions à l'Offre devront remettre à leur intermédiaire financier un ordre de vente

irrévocable au plus tard à la date (incluse) de clôture de l'Offre, en utilisant le modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire financier ; et

- les actions Afone Participations détenues sous la forme nominative devront être converties au porteur pour être apportées à l'Offre. En conséquence, les porteurs d'actions Afone Participations détenues sous la forme nominative et souhaitant apporter leurs actions à l'Offre devront demander la conversion de celles-ci sous la forme au porteur chez un intermédiaire habilité dans les plus brefs délais. Il est précisé que la conversion au porteur d'actions inscrites au nominatif entraînera la perte pour ces actionnaires des avantages liés à la détention de ces actions sous la forme nominative.

Le transfert de propriété des actions Afone Participations apportées à l'Offre et l'ensemble des droits attachés (en ce compris le droit aux dividendes) interviendra à la date d'inscription en compte des Initiateurs, conformément aux dispositions de l'article L.211-17 du Code monétaire et financier. Il est rappelé en tant que de besoin que toute somme due dans le cadre de l'apport des actions à l'Offre ne portera pas intérêt et sera payée à la date de règlement-livraison.

Les ordres de présentation des actions Afone Participations à l'Offre seront irrévocables.

2.5. RETRAIT OBLIGATOIRE ET RADIATION D'EURONEXT PARIS

Conformément aux dispositions des articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, à l'issue de l'Offre, les actions Afone Participations qui n'auront pas été présentées à l'Offre (hors actions auto-détenues) seront transférées aux Initiateurs (quel que soit le pays de résidence du porteur desdites actions) moyennant une indemnisation de 13 euros par action, nette de tous frais.

Un avis informant le public du Retrait Obligatoire sera publié par les Initiateurs dans un journal d'annonces légales du lieu du siège social de la Société en application de l'article 237-5 du règlement général de l'AMF.

Le montant de l'indemnisation sera versé, net de tous frais, à l'issue de l'Offre sur un compte bloqué ouvert à cet effet auprès de Caceis, centralisateur des opérations d'indemnisation. Après la clôture des comptes des affiliés, Caceis, sur présentation des attestations de solde délivrées par Euroclear France, créditera les établissements dépositaires teneurs de comptes du montant de l'indemnisation, à charge pour ces derniers de créditer les comptes des détenteurs des actions Afone Participations de l'indemnité leur revenant.

Conformément à l'article 237-8 du règlement général de l'AMF, les fonds non affectés correspondant à l'indemnisation des actions Afone Participations dont les ayants droit sont restés inconnus seront conservés par Caceis pendant une durée de dix ans à compter de la date du Retrait Obligatoire et versés à la Caisse des dépôts et consignations à l'expiration de ce délai. Ces fonds seront à la disposition des ayants droit sous réserve de la prescription trentenaire au bénéfice de l'État.

2.6. DROIT APPLICABLE

La présente Offre est soumise au droit français. Tout différend ou litige, quel qu'en soit l'objet ou le fondement, se rattachant à la présente Offre sera porté devant les tribunaux compétents.

2.7. CALENDRIER INDICATIF DE L'OFFRE

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture et de calendrier, et Euronext Paris publiera un avis annonçant les modalités et le calendrier de l'Offre, ainsi que les conditions de mise en œuvre du Retrait Obligatoire, en ce compris sa date d'effet.

Le calendrier ci-dessous est présenté à titre indicatif.

14 novembre 2019	Dépôt du projet d'Offre et du projet de note d'information conjointe auprès de l'AMF
------------------	--

	Publication de l'avis de dépôt par l'AMF
	Publication du projet de note d'information conjointe sur le site de l'AMF et mise en ligne sur le site internet de la Société
	Diffusion par les Initiateurs et Afone Participations d'un communiqué conjoint relatif au dépôt du projet de note d'information conjointe et mise à disposition du public du projet de note d'information conjointe
3 décembre 2019	Publication de la déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa sur la note d'information conjointe Mise en ligne de la note d'information conjointe 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 conjointe visée par l'AMF au siège social des Initiateurs, de la Société et auprès de l'Etablissement Présentateur Diffusion par les Initiateurs d'un communiqué de mise à disposition de la note d'information conjointe visée par l'AMF (article 231-27 du règlement général de l'AMF)
4 décembre 2019	Dépôt auprès de l'AMF des documents comprenant les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, comptables et financières des Initiateurs et de la Société prévus à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF
5 décembre 2019	Mise en ligne sur le site internet de l'AMF et de la Société des documents comprenant les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, comptables et financières des Initiateurs et de la Société prévus 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 des Initiateurs prévu à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF au siège social des Initiateurs et auprès de l'Etablissement Présentateur 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 les Initiateurs d'un communiqué annonçant la mise à disposition du public du document comprenant les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, comptables et financières des Initiateurs prévu à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF (article 231-28 du règlement général de l'AMF) 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) 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

6 décembre 2019	Ouverture de l'Offre
19 décembre 2019	Clôture de l'Offre
20 décembre 2019	Suspension de la cotation des actions Afone Participations Publication par l'AMF de l'avis de résultat de l'Offre et de mise en œuvre du Retrait Obligatoire
23 décembre 2019	Mise en œuvre du Retrait Obligatoire Radiation des actions Afone Participations d'Euronext Paris

2.8. MODALITES DE FINANCEMENT ET FRAIS LIÉES A L'OFFRE

Le coût d'acquisition de l'intégralité des titres visés par l'Offre s'élèverait à un montant maximum de 4,9 M€, qui se décomposerait comme suit :

- environ 4,7 M€ consacrés au paiement du prix d'acquisition de l'intégralité des titres visés 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, et autres consultants, ainsi que les frais de communication et taxe des autorités de marché).

FL Finance et Awys prendront respectivement à leur charge les coûts à hauteur de leur quote-part en capital, soit 78,3% et 21,7% des coûts de l'Offre.

Le financement de l'Offre sera réalisé au moyen de prêts bancaires contractés par les Initiateurs auprès du Crédit Lyonnais (LCL) qui a été formalisé par deux conventions de prêts, conclues dans les standards du marché, signées par LCL et les Initiateurs en date du 8 novembre 2019.

2.9. RESTRICTIONS CONCERNANT L'OFFRE A L'ETRANGER

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 des Initiateurs 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 illégal, ne pourrait être valablement fait, 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 du présent document 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 mandat 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.

2.10. REGIME FISCAL DE L'OFFRE

L'attention des actionnaires est attirée sur le fait que les informations contenues dans la présente section de la note d'information conjointe ne constituent qu'un résumé du régime fiscal applicable aux actionnaires de la Société participant à l'Offre donné à titre d'information générale et 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.

2.10.1. Actionnaires personnes physiques résidents fiscaux de France agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et ne réalisant pas d'opérations de bourse à titre habituel dans les mêmes conditions qu'un professionnel

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** »), 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%.

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. Cette option est globale et vaut pour l'ensemble des revenus et plus-values de l'année entrant dans le champ 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. Lorsque cette option est exercée, les gains afférents à des actions acquises ou souscrites avant le 1^{er} janvier 2018 sont retenus pour leur montant net après application, le cas échéant, d'un abattement pour durée de détention prévu à l'article 150-0 D du CGI égal à 50% lorsque les actions sont détenues depuis au moins deux ans et moins de huit ans à la date de la cession et 65% lorsque les actions sont détenues depuis au moins huit ans à la date de la cession.

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.

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.

Le cas échéant, l'apport des actions à l'Offre est susceptible 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 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 :

- 9,2% au titre de la contribution sociale généralisée (« **CSG** ») ;
- 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.

Contribution exceptionnelle 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 d'un retrait partiel (s'il intervient plus de cinq ans après la date d'ouverture du PEA), le gain net correspondant 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 de la présente note d'information conjointe, 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.

2.10.2. Actionnaires personnes morales résidents fiscaux de France et assujettis à l'impôt sur les sociétés

Les actionnaires personnes morales résidents fiscaux de France 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'impôt 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 31% pour la fraction des bénéfices excédant 500 000 euros. S'y ajoute le cas échéant, 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.

Les sociétés dont le chiffre 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 sociale 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.

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.

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.

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).

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.

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 de la Société répondant à la qualification de « titres de participation » et détenues depuis au moins deux ans au jour de la cession sont imposées au taux réduit de 19% auquel s'ajoute le cas échéant la contribution sociale de 3,3%.

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.

2.10.3. 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, dépassé ensemble 25% de ces bénéfices (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 et mise à jour en principe annuellement.

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.

La cession des actions dans le cadre de l'Offre aura pour effet de mettre fin au sursis de paiement qui s'applique, le cas échéant, aux personnes physiques soumises au dispositif d'« exit tax » prévu par les dispositions de l'article 167 bis du CGI lors du transfert de leur domicile fiscal hors de France. Les personnes concernées sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel.

2.10.4. 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.

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

Dans la mesure où la capitalisation boursière de la Société n'excédait pas un milliard d'euros au 1^{er} décembre 2018, la cession d'actions de la Société en 2019 n'est pas soumise à la taxe sur les transactions financières prévue à l'article 235 ter ZD du CGI.

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, sous réserve de certaines exceptions visées au II de l'article 726 du CGI.

3. INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIÉTÉ

3.1. STRUCTURE DU CAPITAL SOCIAL

Le capital social de la Société s'élève à 389 178,70 euros et comprend 3 891 787 actions, de dix centimes d'euros de valeur nominale chacune.

A la connaissance de la Société, la répartition du capital et des droits de vote de la Société, à la date du présent projet de note d'information conjointe, est la suivante :

	Nb actions	% capital	Nb droits de vote	% droits de vote
FL Finance ⁽¹⁾	2 616 276	67,23%	5 232 552	72,27%
Awys ⁽²⁾	715 063	18,37%	1 430 126	19,75%
Eric Durand-Gasselin	9 900	0,25%	19 800	0,27%
Famille Durand-Gasselin	724 963	18,63%	1 449 926	20,03%
Total Concert	3 341 239	85,85%	6 682 478	92,29%
Auto-détention	188 340	4,84%	188 340	2,60%
Actionnaires au nominatif	7 764	0,20%	15 295	0,21%
Public	354 444	9,11%	354 444	4,90%
Total	3 891 787	100,00%	7 240 557	100,00%

⁽¹⁾ Contrôlée par la famille Fournier

⁽²⁾ Contrôlée par la famille Durand-Gasselin

3.2. RESTRICTIONS STATUTAIRES A L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE ET AUX TRANSFERTS D' ACTIONS OU CLAUSES DES CONVENTIONS PORTEES A LA CONNAISSANCE DE LA SOCIÉTÉ EN APPLICATION DE L'ARTICLE L.233-11 DU CODE DE COMMERCE

Les titres émis par la Société sont librement négociables.

L'article 6 des statuts de la Société prévoit que sont étendues à toute personne physique ou morale agissant seule ou de concert qui vient à posséder plus de 2% du capital ou des droits de vote de la Société les obligations prévues à l'article L. 233-7 du code de commerce ainsi que les sanctions prévues à l'article L. 233-14 du code de commerce en cas de non-respect desdites obligations.

3.3. PARTICIPATIONS DIRECTES OU INDIRECTES DANS LE CAPITAL DE LA SOCIÉTÉ DONT ELLE A CONNAISSANCE EN VERTU DES ARTICLES L. 233-7 ET L. 233-12 DU CODE DE COMMERCE

A la suite de l'annulation de 200 000 actions auto-détenues le 7 novembre 2019, le Concert a déclaré, par courrier en date du 7 novembre 2019 adressé à l'AMF et à la Société, avoir franchi à la hausse le seuil de 90% des droits de vote d'Afone Participations et détenir 3 341 239 actions et 6 682 478 droits de vote représentant 85,85 % du capital et 92,29% des droits de vote. Cette déclaration donnera lieu à un avis qui sera publié par l'AMF.

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

La Société n'a émis aucun titre comportant des droits de contrôle spéciaux, sous réserve des droits de vote double prévus par l'article 7 des statuts de la Société aux termes duquel, notamment, un droit de vote double est conféré à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il est justifié d'une inscription nominative depuis deux ans au moins au nom du même actionnaire, dès lors qu'il en fait la demande auprès de la Société par lettre recommandée avec demande d'avis de réception.

3.5. MECANISMES DE CONTROLE PREVUS DANS UN EVENTUEL SYSTEME D'ACTIONNARIAT DU PERSONNEL, QUAND DES DROITS DE CONTROLE NE SONT PAS EXERCES PAR CE DERNIER

Néant.

3.6. ACCORDS ENTRE ACTIONNAIRES DONT LA SOCIÉTÉ A CONNAISSANCE ET QUI PEUVENT ENTRAÎNER DES RESTRICTIONS AU TRANSFERT D' ACTIONS ET A L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE

La Société n'a connaissance d'aucun accord entre actionnaires, dirigeants ou non, pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions ou à l'exercice des droits de vote de la Société.

3.7. REGLES APPLICABLES A LA NOMINATION ET AU REMPLACEMENT DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION AINSI QU'A LA MODIFICATION DES STATUTS DE LA SOCIÉTÉ

3.7.1. Nomination et remplacement des membres du conseil d'administration

La Société est administrée par un conseil d'administration composé de trois membres au moins et de dix-huit membres au plus, sauf décision de porter ce maximum à un chiffre supérieur en cas de fusion, et non atteints par la limite d'âge stipulée ci-après.

La durée des fonctions des administrateurs est de trois ans et prendra fin à l'issue de la réunion de l'assemblée générale ordinaire des actionnaires ayant statué sur les comptes de l'exercice écoulé et

tenue dans l'année au cours de laquelle le mandat de (ou des) l'administrateur concerné.

Les administrateurs sont nommés par l'assemblée générale ordinaire.

Les administrateurs à terme de mandat sont toujours rééligibles.

Les membres du conseil d'administration, personnes physiques, doivent être âgés de soixante-quinze ans révolus au plus.

En cas de vacance par décès ou démission d'un ou plusieurs sièges d'administrateur alors que le nombre des administrateurs restant en fonction n'est pas inférieur au minimum légal, le conseil d'administration peut, entre deux assemblées, procéder à des nominations à titre provisoire.

Lorsque le nombre d'administrateurs est devenu inférieur au minimum statutaire sans être toutefois inférieur au minimum légal, le conseil d'administration doit, entre deux assemblées générales, procéder à des nominations à titre provisoire en vue de compléter son effectif dans le délai de trois mois à compter du jour où se produit la vacance.

3.7.2. Modification des statuts de la Société

L'assemblée générale extraordinaire peut apporter aux statuts dans toutes leurs dispositions, les modifications, quelles qu'elles soient, autorisées par la loi.

Elle peut notamment, et sans que l'énumération ci-après puisse être interprétée d'une façon limitative, décider :

- la modification ou l'extension de l'objet social ;
- le changement de dénomination de la Société ;
- le transfert du siège en dehors du département où il se trouve et des départements limitrophes ;
- l'augmentation et la réduction du capital social de quelle que manière que ce soit ;
- le changement de nationalité de la Société dans les conditions prévues à l'article L. 225-97 du code de commerce ;
- la prorogation, la réduction de durée ou la dissolution anticipée de la Société ;
- sa fusion ou son absorption avec ou par toutes autres sociétés constituées ou à constituer, la cession à tous tiers ou l'apport à toutes sociétés existantes ou nouvelles de l'ensemble des biens, droits et obligations de la société ;
- la transformation de la Société en société d'une autre forme ;
- le regroupement des actions ou leur division en actions ayant une valeur nominale moindre.

Elle ne peut en aucun cas, si ce n'est à l'unanimité des actionnaires, augmenter les engagements de ceux-ci sous réserve des opérations résultant d'un regroupement d'actions régulièrement effectué.

3.8. POUVOIRS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION, EN PARTICULIER EN CE QUI CONCERNE L'EMISSION OU LE RACHAT D' ACTIONS

Le conseil d'administration bénéficie des autorisations et délégations listées ci-dessous :

L'Assemblée Générale Mixte du 29 mai 2019 a donné au conseil d'administration les autorisations de rachat d'actions suivantes :

N° de la résolution	Durée	Nature	Montant maximal (€)	Date et modalités d'utilisation par le conseil d'administration
15	18 mois	Autorisation à donner au conseil d'administration à l'effet de faire racheter par la société ses propres actions dans le cadre du dispositif de l'article L 225-209 du Code de commerce	12 275 361	Rachat pour un montant total de 36 007 € (entre le 31 juillet 2019 et le 14 août 2019)

Le présent projet d'offre et le présent projet de note d'information conjointe restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

16	24 mois	Autorisation à donner au conseil d'administration en vue d'annuler les actions rachetées par la Société dans le cadre du dispositif de l'article L 225-209 du Code de commerce	10% du capital	200 000 actions annulées le 7 novembre 2019 (4,89% du capital)
17	26 mois	Délégation de compétence à donner au conseil d'administration pour augmenter le capital par incorporation de réserves, bénéfices et/ou primes	500 000	Néant
18	26 mois	Délégation de compétence à donner au conseil d'administration pour émettre des actions ordinaires et/ou des valeurs mobilières donnant accès au capital et/ou donnant droit à l'attribution de titres de créance avec maintien du droit préférentiel de souscription	500 000	Néant
19	26 mois	Délégation de compétence à donner au conseil d'administration pour émettre des actions ordinaires et/ou des valeurs mobilières donnant accès au capital et/ou donnant droit à l'attribution de titres de créance, avec suppression du droit préférentiel de souscription par offre au public et/ou en rémunération de titres dans le cadre d'une offre publique d'échange	500 000 (actions) et 50 000 000 (titres de créance)	Néant
20	26 mois	Délégation de compétence à donner au conseil d'administration pour émettre des actions ordinaires et/ou des valeurs mobilières donnant accès au capital et/ou donnant droit à l'attribution de titres de créance, avec suppression de droit préférentiel de souscription par offre visée au II de l'article L 411-2 du Code monétaire et financier	500 000 (actions) et 50 000 000 (titres de créance)	Néant
21	26 mois	Détermination des modalités de fixation du prix de souscription en cas de suppression du droit préférentiel de souscription dans la limite annuelle de 10 % du capital	-	Néant
22	26 mois	Autorisation d'augmenter le montant des émissions en cas de demandes excédentaires	-	Néant
23	26 mois	Délégation de compétence à donner au conseil d'administration pour augmenter le capital, dans la limite de 10 %, en vue de rémunérer des apports en nature de titres de capital ou de valeurs mobilières donnant accès au capital	10% du capital social	Néant
24	26 mois	Délégation de compétence à donner au conseil d'administration pour augmenter le capital par émission d'actions et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital avec suppression du droit préférentiel de souscription au profit des adhérents d'un plan d'épargne d'entreprise en application des articles L 3332-18 et suivants du Code du travail, durée de la délégation, montant nominal maximal de l'augmentation de capital,	1% du capital social	Néant

L'Assemblée Générale Mixte du 30 mai 2018 a donné au Conseil d'administration les autorisations d'émettre suivantes :

14	38 mois	Autorisation à donner au conseil d'administration en vue d'attribuer gratuitement des actions aux membres du personnel salarié	1% du capital social	Néant
----	---------	--	----------------------	-------

Le présent projet d'offre et le présent projet de note d'information conjointe restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

3.9. ACCORDS CONCLUS PAR LA SOCIETE QUI SONT MODIFIES OU PRENNENT FIN EN CAS DE CHANGEMENT DE CONTROLE DE LA SOCIETE

La Société étant déjà contrôlée par les Initiateurs avant le lancement de l'Offre, cette dernière n'entraînera pas de changement de contrôle de la Société.

3.10. ACCORDS PREVOYANT DES INDEMNITES POUR LES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION OU LES SALARIES, S'ILS DEMISSIONNENT OU SONT LICENCIES SANS CAUSE REELLE ET SERIEUSE OU SI LEUR EMPLOI PREND FIN EN RAISON D'UNE OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT OU D'ECHANGE

A la connaissance de la Société, aucun accord ne prévoit d'indemnité pour les membres du conseil d'administration ou salariés s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique d'achat ou d'échange.

4. ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX DE L'OFFRE

Le prix offert par les Initiateurs dans le cadre de l'Offre est égal à 13 euros par action Afone Participations (le « **Prix de l'Offre** »), soit une prime de 6,7% par rapport à la moyenne pondérée 1 an des cours précédant l'annonce du projet d'Offre le 27 septembre 2019.

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 des Initiateurs.

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 les Initiateurs, 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.

4.1. 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 que par des éléments bilanciaux.

A titre indicatif, le montant de l'actif net comptable par action au 30 juin 2019 s'élève à 7,18 €³.

³ Sur la base d'un capital social de 4 091 787 actions et après retraitement de 388 340 actions auto-détenues

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 semestriels au 30 juin 2019 du groupe
- Comptes sociaux semestriels au 30 juin 2019 des sociétés du groupe
- Plans d'affaires 2019-2022 par pôle (ces prévisions n'ont fait l'objet d'aucun audit de la part de Sodica ECM)
- Situation de trésorerie à fin septembre 2019

L'analyse s'est également appuyée sur les informations réglementées mis à disposition publiquement par la Société, et en particulier le Documents de Référence 2018 déposé 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 3 703 447 actions qui correspond au nombre de titres en circulation au 31 octobre 2019 (4 091 787) retraité du nombre d'actions auto-détenues (388 340).

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

Éléments financiers utilisés

Les éléments financiers utilisés pour apprécier les termes de l'Offre sont basés sur les états financiers consolidés et audités au 30 juin 2019 d'Afone Participations ainsi que sur le plan d'affaires par pôle pour la période 2019 – 2022 établi par le management de la Société au 2^{ème} semestre 2019.

4.2. 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% 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 2019-2022. Ce plan d'affaires a fait l'objet d'une extrapolation de 3 ans par Sodica ECM pour la période 2023-2025 par pôle d'activité.

L'actualisation des flux de trésorerie est faite à compter du 1^{er} octobre 2019.

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 31 octobre 2019) :

- Un taux sans risque de 0,75 % correspondant au rendement d'une OAT 30 ans au 29 octobre 2019 ;
- Une prime de risque du marché actions France de 9,74 % (source Bloomberg – prime de marché action France moyenne 1 an au 5 août 2019) ;
- Des bêtas observés par le professeur Damodaran
 - 0,5 pour le pôle Télécom Fixe & RD et le pôle Téléphonie Mobile & holding (secteur Télécom Services)
 - 1,09 pour le pôle Fintech (secteur Electronics General)
- Des primes de risques spécifiques de 0 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 10,62% ou 11,37% 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 2026, 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 96,8% 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 2019/2022.

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 dont l'Italie, l'Espagne et l'Allemagne.

Sur la période 2019/2022, le plan d'affaires retient comme hypothèse des marges d'exploitation en diminution jusqu'en 2020. Cette diminution s'explique notamment par des coûts de personnel plus élevés qu'anticipé pour accompagner le développement d'activité. A partir de 2021, la marge d'exploitation progresse.

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 2023/2025. Il a été estimé une diminution du taux de croissance du chiffre d'affaires de ce pôle dans la mesure où l'activité Monétique devrait continuer à subir des évolutions technologiques rendant obsolètes les matériels et comportements actuels (baisse anticipée du recours aux TPE) et un retour à des taux de marge d'exploitation à des niveaux plus élevés.

Les flux de trésorerie sont actualisés au Coût Moyen Pondéré du Capital (CMPC). Le CMPC ressort pour le pôle Fintech à 11,37%.

La valeur terminale a été calculée à partir d'un flux de trésorerie normatif, calculé à partir du flux 2026, 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 14,5 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 2019/2022.

Le chiffre d'affaires repris dans le plan d'affaires établi par la Société diminue légèrement sur la période 2019/2022. Le taux de marge d'exploitation est également en diminution.

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 2023/2025. Le positionnement de la Société (absence de réseau détenu en propre, importance à ce jour d'un unique fournisseur SFR, un marché très concurrentiel, incertitudes liées au passage à la 5G) devrait continuer à peser sur la marge d'exploitation au cours des années 2023/2025.

Les flux de trésorerie sont actualisés au Coût Moyen Pondéré du Capital (CMPC). Le CMPC ressort pour le pôle Téléphonie Mobile & holding à 10,62%.

La valeur terminale a été calculée à partir d'un flux de trésorerie normatif, calculé à partir du flux 2026, 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 14,9 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 2019/2022.

Sur la période 2019/2022, le plan d'affaires retient comme hypothèse des marges d'exploitation en redressement pour atteindre 5% en fin de période.

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.

Le déclin de l'activité Télécom fixe a conduit le management à réduire significativement son poids au sein du groupe. L'activité qui perdure est principalement réalisée en prestations de services internes et il est anticipé une disparition progressive des clients tiers au groupe. Il est également prévu à court/moyen terme le démantèlement du cœur de réseau du groupe. En conséquence, il a été estimé pertinent de considérer que ce pôle ne crée pas de valeur post plan d'affaires fourni.

Les flux de trésorerie sont actualisés au Coût Moyen Pondéré du Capital (CMPC). Le CMPC ressort pour le pôle Télécom Fixe & RD à 10,62%.

Sur ces bases, la méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie disponibles fait ressortir une valeur d'entreprise de 0,6 million d'euros pour le pôle Télécom Fixe & RD.

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 11 M€ et se décomposent comme suit :

- + Trésorerie brute et équivalents de trésorerie au 30 septembre 2019 : 19,5 M€
- Dettes financières au 30 septembre 2019 : 5,3 M€
- Dépôts reçus dans les comptes au 30 juin 2019 : 2,6 M€
- Provisions pour risques et charges dans les comptes au 30 juin 2019 : 0,6 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
Services Fintech	13,3	14,5	15,9	3,59	3,91	4,28
Téléphonie Mobile & Holding	14,1	14,9	15,9	3,81	4,03	4,29
Téléphonie Fixe & RD	0,6	0,6	0,6	0,15	0,15	0,15
Total	28,0	30,0	32,4	7,55	8,09	8,72
Ajustement passage VE - VFP		11,0			2,97	
Total	39,0	41,0	43,3	10,52	11,07	11,70
Décote de holding			15%			
Valorisation (Somme des parties après décote de holding)	34,8	36,5	38,5	9,39	9,85	10,39

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 (0,4% du capital échangé depuis 3 mois, près de 43% des actions échangées depuis l'OPRA provenant des rachats d'actions en propre par 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 13 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 31 octobre 2019	13,2	-1,5%	
Au 27 septembre 2019 (dernier cours de clôture avant annonce du projet d'OPR-RO)			
Spot	13,5	-3,7%	0,0%
Moyenne 1 mois	12,6	3,2%	0,2%
Moyenne 3 mois	12,8	1,3%	0,4%
Moyenne 6 mois	12,7	2,5%	4,9%
Moyenne 12 mois	12,2	6,7%	7,4%
Cours le plus élevé sur 1 an (6 juin 2019)	16,4	-21,7%	
Cours le plus bas sur 1 an (1 ^{er} novembre 2018)	9,9	34,0%	

Source : Euronext

4.3. SYNTHÈSE DES ÉLÉMENTS 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 (13 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	9,4	38,4%
Scénario central	9,9	32,0%
Fourchette haute	10,4	25,1%
<u>Cours de bourse</u>		
Cours de clôture du 31 octobre 2019	13,2	-1,5%
Au 27 septembre 2019 (dernier cours de clôture avant annonce du projet d'OPR-RO)		
Spot	13,5	-3,7%
Moyenne 1 mois	12,6	3,2%
Moyenne 3 mois	12,8	1,3%
Moyenne 6 mois	12,7	2,5%
Moyenne 12 mois	12,2	6,7%
Cours le plus élevé sur 1 an (6 juin 2019)	16,4	-21,7%
Cours le plus bas sur 1 an (1 ^{er} novembre 2018)	9,9	34,0%

Source : Euronext

Le présent projet d'offre et le présent projet de note d'information conjointe restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

5. EXPERTISE INDEPENDANTE

Le cabinet SORGEM EVALUATION, représenté par Monsieur Thomas Hachette, a été désigné par le Conseil d'administration de la Société en qualité d'expert indépendant en application des dispositions de l'article 261-1 I et II du règlement général de l'AMF, avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Ledit rapport, en date du 8 novembre 2019, est intégralement reproduit ci-après :



ATTESTATION D'EQUITE
CONCERNANT L'OFFRE PUBLIQUE DE
RETRAIT SUIVIE D'UN RETRAIT
OBLIGATOIRE VISANT LES ACTIONS DE
LA SOCIETE AFONE PARTICIPATIONS

Paris, le 8 novembre 2019

*Consultation réalisée à la demande
du Conseil d'Administration d'Afone Participations*

Sommaire

LIMINAIRE	5
I. PRESENTATION DE L'OFFRE	6
1. Présentation de l'Initiateur de l'Offre	6
2. Présentation de la Société cible de l'Offre	6
3. Présentation du contexte, des motifs et des termes de l'OPR-RO	7
3.1 L'offre publique de rachat d'actions (OPRA) de juillet-août 2018.....	7
3.2 Les acquisitions et annulations d'actions par la Société depuis l'OPRA.....	7
3.3 L'actionnariat à date	8
3.4 Modalités de l'OPR-RO	8
3.5 Motifs de l'Offre.....	8
4. Définition du caractère équitable de l'Offre.....	9
II. PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT ET DES PERSONNES ASSOCIEES A LA REALISATION DE LA MISSION	10
1. Présentation de Sorgem Evaluation	10
2. Présentation des personnes associées à la réalisation de la mission.....	11
3. Déclaration d'indépendance.....	11
4. Réserves	12
III. PRESENTATION DE LA SOCIETE ET DE SON ENVIRONNEMENT	13
1. Organigramme juridique du Groupe	13
2. Présentation des activités de la Société et de leurs marchés	14
2.1 Un Groupe structuré autour de différents pôles d'activité qui disposent de caractéristiques et de perspectives différentes	14
2.1.1. Activités de Téléphonie.....	14
2.1.2. Activités Fintech	21
2.2 Matrice des forces, faiblesses, opportunités et menaces	27
3. Principales caractéristiques financières du Groupe.....	28
3.1 Compte de résultat	28
3.2 Bilan consolidé	31
4. Incidences sur les travaux d'évaluation	33
IV. EVALUATION DES ACTIONS DE LA SOCIETE	34
1. Méthodes et références écartées	34
1.1 Méthode des comparables boursiers.....	34
1.2 Méthode des transactions comparables	35
1.3 Méthode de l'actualisation des dividendes	35
1.4 Méthode de l'actif net réévalué.....	36
1.5 Référence à l'actif net comptable.....	36
2. Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs (DCF).....	36
2.1 Principe.....	36
2.2 Eléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur par action	37
2.2.1. Nombre d'actions pris en compte	37
2.2.2. Passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des titres	38

2.3	Présentation des prévisions retenues	38
2.3.1.	Sources d'informations utilisées	38
2.3.2.	Plan d'affaires Fixe et Wifi	39
2.3.3.	Plan d'affaires Mobile	40
2.3.4.	Plan d'affaires Monétique	42
2.3.5.	Plan d'affaires Paiement.....	44
2.3.6.	Valeur actualisée des charges non rattachables directement aux activités	46
2.4	Détermination du taux d'actualisation	46
2.4.1.	Principe de détermination du taux.....	47
2.4.2.	Taux sans risque	47
2.4.3.	Bêtas.....	47
2.4.4.	Prime de risque marché.....	48
2.4.5.	Prime de taille.....	49
2.4.6.	Taux d'actualisation retenu	50
2.5	Conclusion sur la valeur	50
3.	Références de valeur	52
3.1	Conditions financières de l'offre publique de rachat d'actions réalisée en juillet et août 2018	52
3.2	Conditions d'acquisition par la Société de ses propres actions postérieurement à l'offre de juillet- août 2018	52
3.3	Référence au cours de bourse	52
V.	ACCORDS CONNEXES A L'OFFRE.....	56
VI.	IMPACTS FINANCIERS LIES A L'OPERATION.....	56
VII.	ANALYSE DES ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX D'OFFRE DES ACTIONS PAR L'ETABLISSEMENT PRESENTATEUR	57
1.	Méthodes d'évaluation	57
1.1	Approche générale	57
1.2	Décomposition du Groupe en Business Units	57
1.3	Comparaison des résultats	58
1.4	Activités Fintech.....	58
1.4.1.	Taux d'actualisation.....	58
1.4.2.	Taux de marge d'EBIT normatif	59
1.5	Activités Mobile et Holding.....	59
1.5.1.	Taux d'actualisation.....	60
1.5.2.	Taux de croissance à long terme.....	60
1.5.3.	Taux de marge d'EBIT normative	61
1.6	Activité Fixe	61
1.7	Synthèse sur la Valeur d'Entreprise avant décote de Holding	61
1.8	Décote de holding.....	61
1.9	Passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des fonds propres et à la valeur par action	62
2.	Références d'évaluation.....	63
VIII.	COURRIERS REÇUS D'ACTIONNAIRES MINORITAIRES	64
1.	Courriel reçu d'un actionnaire minoritaire	64
2.	Courrier d'un actionnaire minoritaire adressé au Conseil d'administration de la Société	65

IX. CONCLUSION SUR LE CARACTERE EQUITABLE DE L'OFFRE..... 67

ANNEXES 70

1.	Programme de travail.....	70
2.	Liste des personnes rencontrées ou contactées	71
3.	Informations et documents utilisés.....	71
4.	Calendrier de l'étude	72
5.	Rémunération.....	72

Liminaire

Les sociétés FL Finance et Awys (ci-après désignées ensemble les « Initiateurs »), agissant de concert avec M. Eric Durand-Gasselin, se sont engagées irrévocablement auprès de l'AMF à proposer aux actionnaires de la société Afone Participations (ci-après la « Société » ou « AP »), d'acheter, dans le cadre d'une offre publique de retrait (ci-après l'« Offre Publique de Retrait »), suivie d'une procédure de retrait obligatoire (ci-après le « Retrait Obligatoire » et avec l'Offre Publique de Retrait, l'« Offre »), la totalité de leurs actions Afone Participations au prix unitaire de 13,0 euros (ci-après le « Prix d'Offre ») payable exclusivement en numéraire.

Au 8 novembre 2019, les Initiateurs et M. Eric Durand-Gasselin (ci-après le « Concert ») détiennent plus de 90% des droits de vote de la Société (92,3%).

Le projet d'Offre porte sur la totalité des actions AP existantes non détenues, directement ou indirectement, par le Concert ou par la Société, soit un nombre maximum de 362 208 actions représentant 9,3% du capital et 5,1% des droits de vote de la Société.

Dans le cadre du Retrait Obligatoire, les actions AP non détenues par le Concert seront transférées à l'Initiateur moyennant une indemnisation égale au Prix d'Offre, soit 13,0 euros par action.

L'Offre est faite sous la forme d'une offre publique de retrait, suivie d'une procédure de retrait obligatoire, en application des articles 236-1 et suivants du Règlement général de l'AMF.

Dans ce cadre, Sorgem Evaluation a été désignée en qualité d'expert indépendant par le Conseil d'administration de la Société le 26 septembre 2019 en application de l'article 261-1 I et II du Règlement général de l'AMF.

I. PRESENTATION DE L'OFFRE

1. Présentation de l'Initiateur de l'Offre

FL Finance S.A. et Awys S.A. sont deux sociétés holdings contrôlées par chacun des fondateurs d'Afone Participations.

FL Finance S.A. est une société anonyme de droit luxembourgeois dont le siège social est situé au 76 route de Thionville – L-2610 Luxembourg (Luxembourg). Les administrateurs de la société sont Philip Fournier, Adrien Fournier, Julien Fournier et Catherine Zoller.

Awys S.A est une société anonyme de droit luxembourgeois dont le siège social est situé au 2-8 rue Julien Vesque – L-2668 Luxembourg (Luxembourg). Elle est contrôlée par Eric Durand-Gasselin et sa famille.

2. Présentation de la Société cible de l'Offre

Fondée en 1997, Afone Participations est une société anonyme de droit français à conseil d'administration dont le siège social est situé au 11, place François Mitterrand – 49100 Angers. Son capital est composé de 3 891 787 actions d'une valeur nominale de 0,10 euro.

Les actions de la société sont cotées à Paris sur le marché d'Euronext, compartiment C.

Les activités du groupe Afone (le « Groupe ») sont segmentées en plusieurs pôles opérationnels :

- la téléphonie fixe qui regroupe principalement des services de communications téléphoniques entrantes en numéros surtaxés ;
- la téléphonie mobile qui s'adresse essentiellement à une clientèle de particuliers au travers des offres Réglo Mobile distribuées dans les magasins E. Leclerc, et par ailleurs à une clientèle professionnelle sous la marque Afone Mobile avec des solutions « machine to machine » ;
- les services Fintech qui rassemblent une activité de monétique (location de terminaux de paiement électronique – TPE) et une activité de paiements (réalisée aujourd'hui principalement dans l'acquisition de paiements électroniques par cartes bancaires).

Le Groupe a réalisé en 2018 un chiffre d'affaires consolidé de 39,6 millions d'euros, en baisse de 5,2% par rapport à 2017. Il a enregistré sur cet exercice un résultat opérationnel positif de 13,2 M€.

A fin 2018, le Groupe employait 147 personnes.

3. Présentation du contexte, des motifs et des termes de l'OPR-RO

3.1 L'offre publique de rachat d'actions (OPRA) de juillet-août 2018

L'Offre s'inscrit dans le prolongement d'une offre publique de rachat d'actions ouverte du 12 juillet 2018 au 3 août 2018 inclus au prix de 9,20 euros par action dans la limite de 1 000 000 actions.

Cette offre, lancée par la Société sur ses propres actions, visait à faire bénéficier les actionnaires minoritaires d'une partie du produit des cessions des activités Télécom Fixe et Sécurité. Le Concert, qui détenait (et détient toujours) 3 341 239 actions, s'était engagé à ne pas participer à l'offre.

A l'issue de celle-ci, la Société a racheté 794 714 actions, représentant 15,6% de son capital (alors composé de 5 086 948 actions) et 9,3% de ses droits de vote, pour un montant total de 7 311 368,80 €.

Les actions rachetées dans le cadre de cette Offre ont ensuite été annulées, ramenant le nombre d'actions composant le capital social à 4 292 234, dont 445 713 actions auto-détenues.

3.2 Les acquisitions et annulations d'actions par la Société depuis l'OPRA

En novembre 2018, la Société a réduit son capital par annulation de 200 447 actions auto-détenues, portant celui-ci à 4 091 787 actions (dont 245 266 auto-détenues).

La Société a ensuite acquis, au cours de l'exercice 2019, 143 074 actions sur le marché.

Enfin, l'annulation, le 7 novembre 2019, de 200 000 actions a ramené le nombre d'actions composant le capital à 3 891 787 (dont 188 340 auto-détenues).

3.3 L'actionnariat à date

Le 8 novembre 2019, le Concert détient 3 341 239 actions Afone Participations représentant 85,9% du capital et 92,3% des droits de vote de la Société :

Actionnariat du Groupe Afone Participations au 7 novembre 2019

Actionnaires	Nombre d'actions	% capital	Nb total de droits de vote	% Droit vote Théorique	% Droit vote Réel AG
AWYS SA	715 063	18,4%	1 430 126	19,8%	20,3%
DURAND GASSELIN	9 900	0,3%	19 800	0,3%	0,3%
FL FINANCE	2 616 276	67,2%	5 232 552	72,3%	74,2%
Total concert	3 341 239	85,9%	6 682 478	92,3%	94,8%
Nominatif - hors concert	7 764	0,2%	15 295	0,2%	0,2%
Auto-détenues	188 340	4,8%	188 340	2,6%	
Autres	354 444	9,1%	354 444	4,9%	5,0%
Total Afone Participations	3 891 787	100,0%	7 240 557	100,0%	100,0%

Source : Projet de note d'information

3.4 Modalités de l'OPR-RO

L'Offre porte sur la totalité des actions de la Société en circulation non détenues, directement ou indirectement, par le Concert ou la Société à la date de dépôt de l'Offre, soit un nombre maximum de 362 208 actions, représentant 9,3% du capital social et 5,1% des droits de vote.

L'Initiateur propose aux actionnaires de la Société d'acquérir, en numéraire, leurs actions au prix de 13,0 euros par action.

A la suite de l'Offre, les actions non apportées seront transférées à l'Initiateur moyennant une indemnisation de 13,0 euros par action.

3.5 Motifs de l'Offre

Le Concert estime que la cotation d'Afone Participations n'est plus justifiée compte tenu d'un flottant limité, d'une liquidité réduite de l'action et de coûts récurrents induits par la cotation.

L'Offre est réalisée dans l'objectif d'acquérir 100% des actions Afone Participations et de procéder à la radiation des actions de la Société du marché Euronext à Paris.

4. Définition du caractère équitable de l'Offre

Du point de vue des Initiateurs, agissant de concert avec M. Eric Durand-Gasselin, l'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire est une offre facultative déposée conformément aux articles 236-3 (détention de concert par le ou les actionnaires majoritaires d'au moins 90% du capital ou des droits de vote) et 237-1 (mise en œuvre d'un retrait obligatoire à l'issue d'une offre publique) du Règlement général de l'AMF.

L'actionnaire minoritaire est libre d'apporter ou non ses actions à l'OPR. Ses actions non apportées seront en revanche nécessairement transférées à l'Initiateur si le retrait obligatoire (RO) est mis en œuvre, ce qui sera le cas en l'espèce : le Concert détenant, avant l'Offre, plus de 90% des droits de vote, il pourra procéder au retrait de cote quels que soient les résultats de l'Offre.

Nous précisons par ailleurs qu'aucun accord connexe (article 261-1 du règlement général de l'AMF, 4^{ème} alinéa) susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation du prix de l'Offre n'a été porté à notre attention.

Ainsi, la présente attestation a pour objet d'indiquer comment se situe le Prix d'Offre par rapport à la valeur intrinsèque de la Société¹, de manière à déterminer son caractère équitable dans un contexte de retrait obligatoire pour l'actionnaire minoritaire.

¹ Nous avons également estimé la valeur tenant compte de l'impact financier lié à l'opération envisagée.

II. PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT ET DES PERSONNES ASSOCIEES A LA REALISATION DE LA MISSION

1. Présentation de Sorgem Evaluation

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

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

Au cours des dernières années, Sorgem Evaluation a réalisé les expertises indépendantes listées ci-dessous :

Date	Opération	Cible	Initiateur	Etablissement présentateur
Juil-16	OPAS	Futuren	Concert mené par Boussard et Gavaudan	ODDO BHF
Jan-17	OPAS	Tessi	Pixel Holding	CM CIC, Kepler Cheuvreux
Avr-17	OPRA	Gaumont	Gaumont	BNP Paribas
Jan-18	OPAS	SES-Imagotag	BOE Smart Retail	Société Générale
Juil-18	OPR-RO	Heurtey-Petrochem	Axens	Invest Securities
Nov-19	OPR-RO(*)	SIPH	Compagnie Financière Michelin	ODDO BHF

(*) Offre en cours

Sorgem Evaluation est adhérente de l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants) reconnue par l'AMF en application des articles 263-1 et 2 de son Règlement général.

Les Associés de Sorgem Evaluation sont également adhérents à des associations professionnelles dans les domaines de l'expertise indépendante (APEI), de l'évaluation (SFEV) et de l'expertise judiciaire (CNEJFD). A ce titre, ils respectent leur déontologie et leurs normes de travail.

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

La présente mission a été réalisée par :

- Thomas HACHETTE, Associé de Sorgem Evaluation. Il est diplômé de l'EDHEC et enseigne au sein du MSc Financial Management de l'EDHEC. Il est expert de justice en économie et finance près la Cour d'appel de Paris et membre de la Société Française des Evaluateurs (SFEV), de la Compagnie Nationale des Experts Judiciaires en Finance et Diagnostic (CNEJFD) et de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI) ;
- Florent MYARA, Directeur de mission. Il est diplômé d'HEC et enseigne au sein du Master 225 « Finance d'Entreprise et Ingénierie Financière » de l'Université Paris-Dauphine. Il dispose d'une expérience professionnelle de plus de dix ans dans le domaine de l'évaluation financière, après un début de carrière en audit et en Transaction Services ;
- Pauline MARET, Consultante senior, diplômé de l'Université de Paris Sorbonne, disposant d'une expérience professionnelle de plus de quatre ans dans le domaine de l'évaluation et du conseil financier ;
- Benjamin TORDJMAN, Consultant, diplômé de l'Université de Paris Sorbonne.

Ce rapport a fait l'objet d'une revue indépendante réalisée par Maurice NUSSENBAUM, Associé fondateur et Président de Sorgem Evaluation. Il est diplômé d'HEC, Agrégé des Facultés de Droit et de Sciences économiques, Professeur Emérite à l'Université Paris Dauphine, co-directeur du Master 225 « Finance d'Entreprise et Ingénierie Financière », expert près les Cours Administratives d'Appel de Paris et de Versailles, expert financier près la Cour d'appel de Paris, agréé par la Cour de Cassation (h) et ex-président de la section Finance de la Compagnie Nationale des Experts Agréés par la Cour de Cassation, et président de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI).

3. Déclaration d'indépendance

En application de l'article 261-4 II du règlement général de l'AMF, Sorgem Evaluation atteste de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par l'opération et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement lors de l'exercice de sa mission. Sorgem Evaluation n'a pas réalisé de missions pour le compte de la Société au cours des dix-huit derniers mois.

4. Réserves

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents et informations de nature économique, juridique, comptable et financière qui nous ont été communiqués par la Société, l'Initiateur et leurs conseils.

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

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

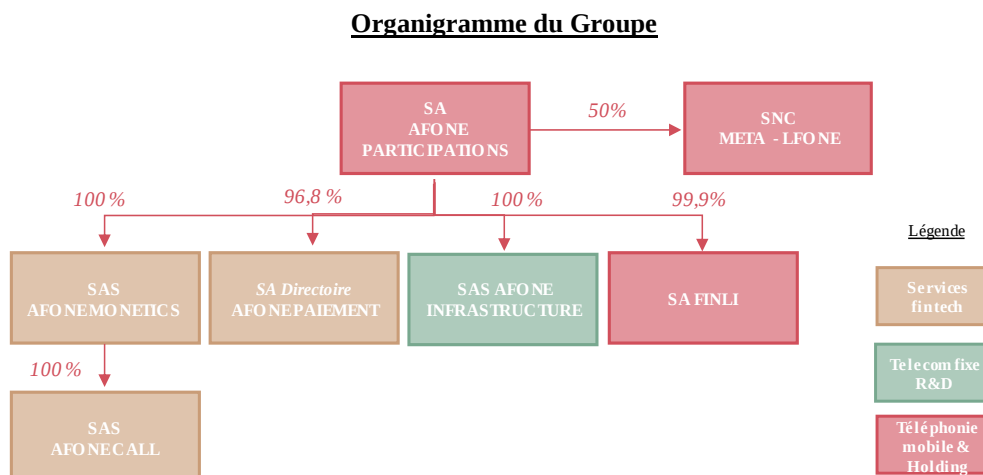
En outre, nous précisons que nos travaux d'évaluation s'inscrivent dans l'optique d'apporter un avis sur la valeur de marché de la Société à la Date d'Evaluation. Cette valeur repose sur des paramètres de marché susceptibles de varier dans le temps en fonction des conditions économiques et des anticipations des agents économiques.

A cet égard, nous soulignons que l'AMF, dans sa dernière cartographie des risques publiée en juillet 2019, indique notamment considérer un risque de correction de la valorisation des actifs financiers pouvant être notamment déclenchée par une révision à la hausse de la prime de risque ou une anticipation de resserrement des politiques monétaires.

III. PRESENTATION DE LA SOCIETE ET DE SON ENVIRONNEMENT

1. Organigramme juridique du Groupe

L'organigramme du Groupe Afone Participations est reproduit ci-dessous :



Source : Document de référence 2018

Les sociétés du Groupe sont réparties en trois pôles opérationnels / unités génératrices de trésorerie (ci-après « UGT ») : les services Fintech, les activités Télécom fixe et R&D et les activités de Téléphonie mobile et holding.

L'activité de Téléphonie mobile est constituée i) principalement d'une offre grand public commercialisée sous la marque « Réglo Mobile » en partenariat avec le groupement E. Leclerc, via la société META LFONE qui est une entreprise commune détenue à 50% par Afone Participations et 50% par le groupement E. Leclerc et ii) d'une offre Afone Mobile « machine to machine » s'adressant à une clientèle professionnelle, directement commercialisée par Afone Participations. Les résultats de la société META LFONE revenant au Groupe sont intégrés dans les comptes consolidés par mise en équivalence.

2. Présentation des activités de la Société et de leurs marchés

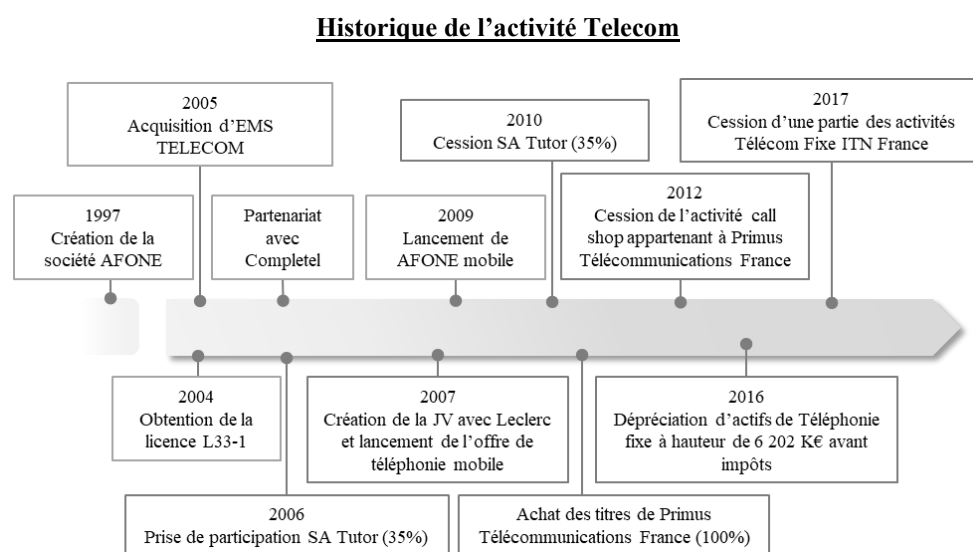
2.1 Un Groupe structuré autour de différents pôles d'activité qui disposent de caractéristiques et de perspectives différentes

Au 30 juin 2019, l'activité du Groupe est répartie entre des activités de Téléphonie (2.1.1) et des activités de paiement (2.1.2).

Historiquement, le Groupe était présent sur le marché de la Sécurité mais a cédé la totalité de cette activité en 2018.

2.1.1. Activités de Téléphonie

La frise chronologique suivante rappelle les dates importantes du Groupe relatives à l'activité de téléphonie :



Source : Document de Référence Afone Participations 2018

Dans les documents de référence du Groupe Afone Participations, l'activité de téléphonie est répartie entre la Téléphonie Fixe (a) et la Téléphonie Mobile (b).

a) La Téléphonie Fixe

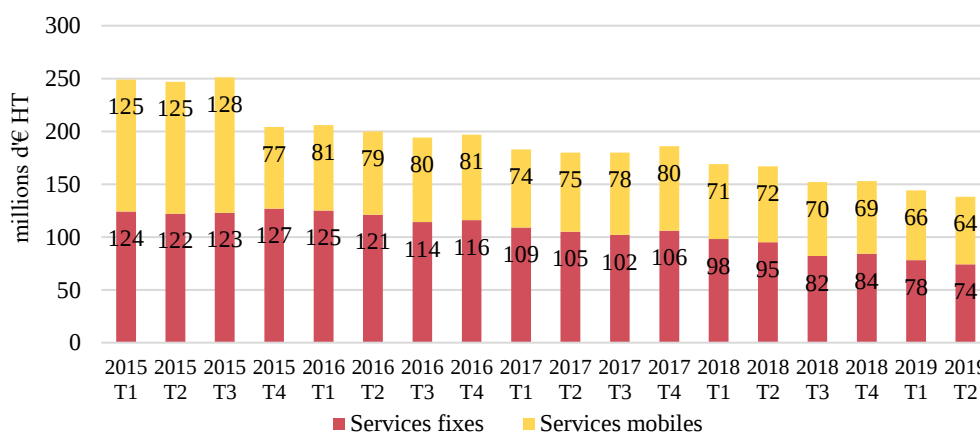
Le marché des services de télécommunication SAV

En France, les services de télécommunication à valeur ajoutée (services « SAV ») permettent d'accéder à une prestation de services contre rémunération et correspondent aux numéros à 10 chiffres commençant par 08 et les numéros à 4 chiffres commençant par 3.

Ces numéros, communément appelés « numéros surtaxés », comprennent les services vocaux, les services de traitement en ligne de données et les services de renseignements².

Selon l'ARCEP, les revenus provenant des services à valeur ajoutée (services vocaux, de données, de renseignements) à partir des lignes fixes s'élèvent à 74 M€ HT au deuxième trimestre 2019. Ces revenus sont en baisse depuis 2015, d'environ 12% par an en moyenne.

Evolution des revenus des services vocaux à valeur ajoutée



Source : ARCEP, Les services de communications électroniques en France, 2^{ème} trimestre 2019

La baisse des revenus du secteur depuis 2015 s'explique principalement par l'entrée en vigueur le 1^{er} octobre d'une réforme tarifaire qui a mis en place une nouvelle signalétique permettant de normaliser et clarifier la tarification de ces numéros et également de distinguer le tarif de la communication rémunérant l'opérateur de celui du service rémunérant l'éditeur³.

² Définition OMC (wto.org).

³ <https://archives.arcep.fr/index.php?id=10047>

Depuis cette réforme, certains numéros SAV sont facturés au prix d'un appel vers un numéro de téléphone fixe quel que soit le réseau d'appel, fixe ou mobile (les numéros gris) tandis que d'autres sont devenus gratuits (les numéros verts).

Présentation des activités de Téléphonie Fixe et de Wifi

Historiquement, le Groupe proposait des services de téléphonie fixe pour une clientèle principalement BtoB qui consistait en :

- des numéros SAV ;
- des services de messagerie ;
- des services de présélection d'appels.

Toutefois, le déclin de la téléphonie fixe et plus précisément celui des services de numéros surtaxés du fait notamment de la nouvelle réglementation a incité le Groupe à se désengager de ce segment d'activité.

En 2017, le Groupe Afone a ainsi cédé un fonds de commerce regroupant la quasi-totalité de sa clientèle BtoB en téléphonie fixe (principalement la clientèle de numéros SAV) à la société ITN pour un montant de 2,9 M€⁴.

Actuellement, l'activité fixe correspond à la commercialisation de services variés aux entreprises liées du Groupe et à des revenus issus de communications téléphoniques entrantes en numéros surtaxés (et refacturés par SFR).

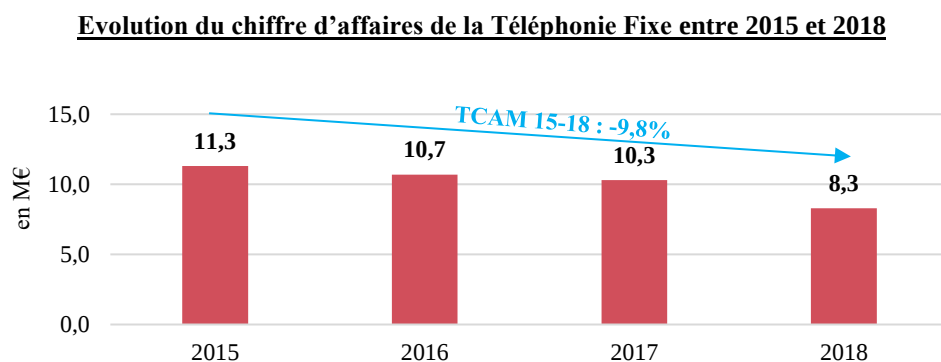
La Société n'envisage plus de développement pour cette activité. Le cœur de réseau (réseau/ infrastructure) est en cours de décommissionnement et l'activité est appelée à s'éteindre à moyen terme.

Quant à l'activité Wifi, le Groupe commercialisait historiquement des bornes wifi aux municipalités pour proposer un accès à Internet gratuit dans les zones commerçantes. Les derniers contrats ont été résiliés et un terme a été mis à l'activité en octobre 2019.

⁴ DDR 2018.

Evolution historique des chiffres clés

Le graphique ci-après présente l'évolution du chiffre d'affaires lié à la Téléphonie Fixe entre 2015 et 2018.



Source : Documents de Référence Afone Participations de 2015 à 2018

Entre 2015 et 2018, l'activité de Téléphonie Fixe a enregistré une baisse de son chiffre d'affaires de 10% par an en moyenne. Cette évolution s'explique principalement par les tendances générales du marché.

En 2018, la baisse du chiffre d'affaires de -19% par rapport à 2017 s'explique spécifiquement par la cession du fonds de commerce en fin d'année.

b) La Téléphonie Mobile

Le marché de la Téléphonie Mobile

Apparus en 2005 avec l'ouverture du marché de la téléphonie mobile, les *Mobile Virtual Network Operators* (ci-après « MVNO ») sont des opérateurs « virtuels » de téléphonie mobile. Ils ne possèdent ni spectre de fréquence propre, ni infrastructure de télécommunication et s'appuient sur les réseaux des trois opérateurs historiques (SFR, Orange et Bouygues Telecom).

L'augmentation de l'intensité concurrentielle avec l'ouverture du marché et l'arrivée de Free en 2012 ont engendré une guerre des prix entre les différents opérateurs qui s'est accentuée au fil du temps⁵.

⁵ Etude Xerfi : La distribution de téléphonie mobile.

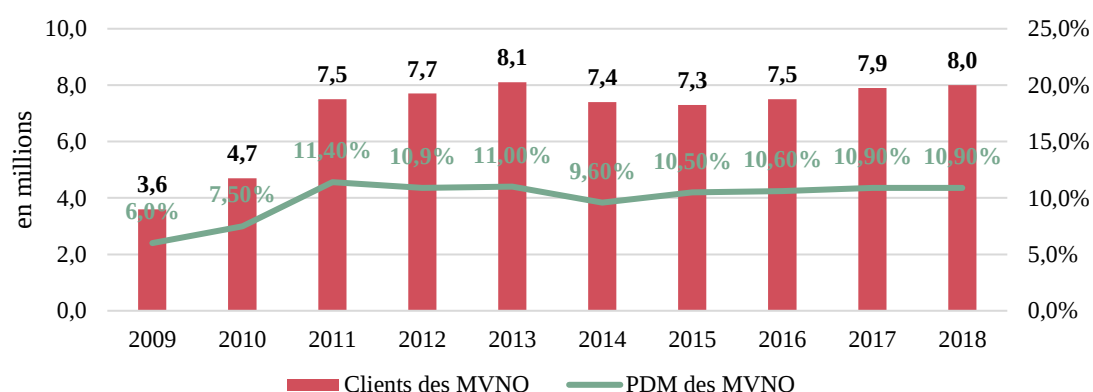
Les revenus perçus par les opérateurs de téléphonie mobile se sont élevés à 14,1 Md€ en 2018, en légère augmentation (+0,5% sur un an) pour la première fois depuis 2010⁶.

Notons par ailleurs que le marché arrive à maturité en termes d'équipement avec un taux de 94%⁷ et un taux de pénétration de 112,6% en 2018.

Au 30 juin 2019, 76,0 millions de cartes SIM étaient en service, avec 200 000 nouvelles cartes émises en France au cours du deuxième trimestre 2019. Cette hausse s'explique à la fois par la croissance sur le segment post-payé (+370 000 cartes) et par l'érosion moins intense du marché prépayé (-165 000 cartes contre -350 000 au deuxième trimestre 2018)⁸.

Aujourd'hui, il existe 24 opérateurs qui disposent du statut de MVNO⁹ en France et ces derniers se partagent une part de marché constante d'environ 11% depuis 2011.

Nombre de clients et PDM des MVNO en France métropolitaine entre 2009 et 2018



Source : ARCEP

Enfin, les opérateurs de téléphonie doivent réaliser de nombreux investissements pour développer leurs infrastructures (déploiement de la fibre optique ou extension de la couverture 4G).

L'arrivée de la 5G en 2020 devrait marquer un nouveau virage technologique et les opérateurs historiques, qui financent les infrastructures, espèrent en tirer un avantage

⁶ Etude Xerfi : La distribution de téléphonie mobile.

⁷ Sur la population de 12 ans et plus en 2017.

⁸ Source : Principaux résultats ARCEP (Trimestre 2 2019).

⁹ ARCEP.

concurrentiel par rapport aux autres acteurs qui n'auront pas un accès rapide et direct à la 5G¹⁰.

Présentation de l'activité de Téléphonie Mobile

Afone Participations est un MVNO rattaché à l'opérateur historique SFR depuis 2007.

Elle achète des données, des SMS et des minutes de communication à SFR et les revend à la co-entreprise META LFONE qui distribue, sous marque « Réglo Mobile », des forfaits mobiles, exclusivement dans les magasins E. Leclerc et sur le site Internet www.reglomobile.fr.

En 2007, la spécificité de la marque était de proposer des forfaits mini qui étaient attractifs en termes de prix : au tarif de 1,50 €/ mois, le client pouvait recevoir des appels et recharger des minutes d'appel.

L'évolution des usages a conduit Afone Participations à faire évoluer ses offres vers des forfaits illimités en termes d'appels et de SMS et proposant un maximum de data (1 Go, 40 Go, 60 Go ou 100 Go). Ces nouveaux forfaits correspondent aux offres classiques des autres opérateurs.

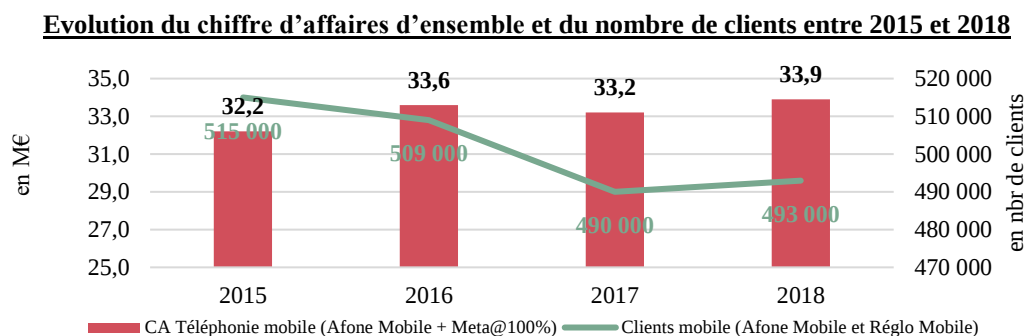
A titre subsidiaire, Afone Participations propose également des offres BtoB correspondant à des solutions « machine to machine », c'est-à-dire à des solutions permettant à des outils, machines et automates de communiquer entre eux.

Evolution historique des chiffres clés

Les revenus issus de l'activité Mobile d'Afone Participations proviennent à 95% de la consommation de data, de SMS et de minutes et dépendent donc (i) du nombre de clients des offres Réglo Mobile, (ii) du volume de consommation de ces clients et (iii) de la tarification appliquée.

¹⁰ Etude Xerfi : La distribution de téléphonie mobile.

Les chiffres présentés ci-après reflètent la vision d'ensemble de l'activité et comprennent donc 100% de la société META LFONE et de l'activité Afone Mobile (machine to machine) d'Afone Participations.



Le chiffre d'affaires de l'activité Mobile a augmenté de 1,7% en moyenne par an entre 2015 et 2018 alors que le nombre de clients a baissé en moyenne de 1,4% par an sur la même période. L'attrition de la clientèle s'explique principalement par une vive concurrence sur le marché de la téléphonie mobile.

La baisse du parc de clients est compensée par une augmentation de l'ARPU (*Average Revenue Per User*) entre 2015 et 2018 qui s'explique principalement par l'évolution de la consommation des clients des offres Réglo Mobile.

La consommation de data a fortement augmenté entre 2016 et 2018 (+186% par an en moyenne). Sur la même période, le nombre de SMS envoyés par les clients a diminué de 13% par an en moyenne alors que le nombre de minutes consommées a augmenté de 15% par an en moyenne.

Ainsi, entre 2016 et 2018, la répartition des clients par gamme de forfaits a évolué : la part des forfaits à plus de 10 € est passée de 8% à 10%. L'ARPU mensuel moyen était de 5,18 € en janvier 2016 contre 5,79 € en décembre 2018.

Les facteurs de risque d'Afone Participations sur l'activité mobile

Dans son rapport semestriel 2019 (p. 25), la Société rappelle que « la situation concurrentielle dans les secteurs Télécom, qui influence très fortement le prix moyen et par conséquent l'impact généré sur les marges, demeure une des principales incertitudes sur les activités du groupe. »

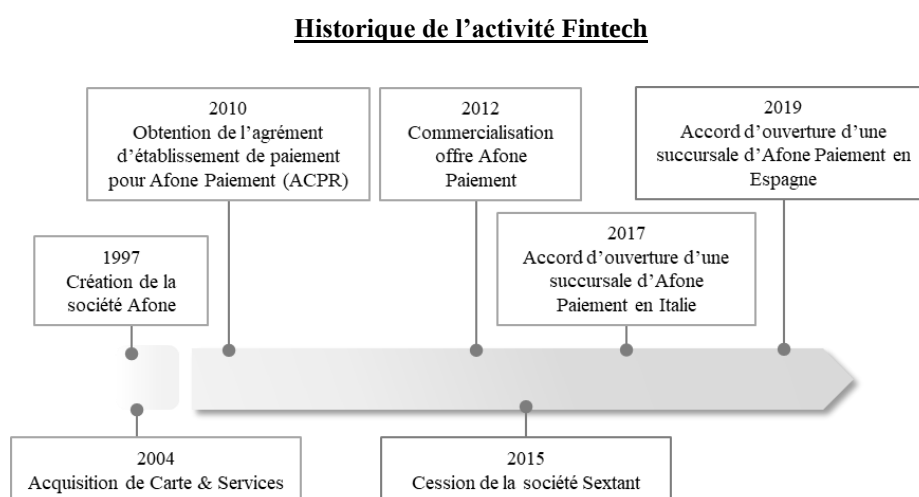
L'arrivée de la 5G est également un enjeu pour l'activité mobile du Groupe Afone Participations. En effet, le Groupe va devoir renégocier son contrat pour accéder au réseau

5G de SFR. Historiquement, le Groupe avait bénéficié de la 4G deux ans après son arrivée. Tout délai aura probablement un impact négatif sur le nombre de clients.

Enfin, le Groupe subit un risque lié à la baisse structurelle de fréquentation des hypermarchés pouvant affecter à terme sa base de clients¹¹.

2.1.2. Activités Fintech

La frise chronologique suivante rappelle les dates importantes relatives aux activités Fintech du Groupe Afone Participations :



Source : Document de Référence Afone Participations 2018

L'activité Fintech se répartit entre l'activité Monétique qui correspond à l'activité de location de terminaux de paiements électroniques (ci-après « TPE ») (a) et l'activité de Paiement (b).

a) L'activité Monétique

Le marché de la Monétique

Le terme monétique désigne l'ensemble des traitements électroniques, informatiques et télématiques nécessaires à la gestion de cartes bancaires ainsi que des transactions associées.

¹¹ Selon Publicsenat.fr, les hypermarchés ont subi une chute de 4% de leur fréquentation en 2017.

En France, le nombre de terminaux de paiement électronique (« TPE ») a augmenté de 28% entre 2010 et 2018¹² atteignant 1,8 millions de terminaux en circulation¹³ pour un nombre de transaction traité dépassant les 11 milliards¹⁴.

L'utilisation des cartes bancaires reste plébiscitée par les français malgré l'émergence de nouveaux moyens de paiement. En 2017, la carte bancaire reste ainsi le moyen de paiement préféré pour 56% des Français (contre 18% pour le prélèvement et 17% pour le virement)¹⁵.

Le marché de la monétique est concentré autour de deux acteurs principaux : Ingenico Group et Verifone qui totalisent à eux deux 80% des transactions par terminaux de paiements dans le monde.

Ces deux géants se sont structurés grâce à de nombreuses acquisitions et notamment : rachat de Lipman par Verifone en 2006, fusion entre Ingenico et Sagem Monetel en 2008, rachat des TPE de Gemalto en 2010 et des activités d'Hypercom en 2011 par Verifone, rachat de Globalcollect en 2014 et Bambora en 2017 par Ingenico.

Le secteur de la monétique est également composé d'une multitude d'acteurs de taille très hétérogène (de la startup à la banque) présentant des solutions innovantes à destination des commerçants et des entreprises. Les critères principaux de différenciation entre les acteurs sont : le prix, le nombre de moyens de paiements acceptés et les services additionnels proposés.

Au cours des dernières années, le marché de la monétique s'est en effet complexifié pour répondre aux nouveaux besoins des commerçants et de leurs clients tout en respectant les changements réglementaires et assurer la sécurité des transactions.

Les commerçants souhaitent optimiser les coûts d'exploitation de leur monétique et recherchent des solutions complètes, ce qui explique la sophistication des terminaux de paiements : écrans plus larges, terminaux plus mobiles et supportant de nouvelles applications (ex : paiement sans contact).

Enfin, les acteurs du marché de la monétique vont devoir faire face à l'expansion du paiement mobile sur smartphone et tablette et à l'augmentation des transactions en ligne en raison du développement de l'e-commerce.

¹² TCAM 2010-2018 : +3,2%.

¹³ Statista - Nombre de terminaux de paiement électronique en France de 2010 à 2018* (en milliers)

¹⁴ Statista - Nombre de paiements par carte effectués en utilisant les terminaux de paiement électronique en France de 2010 à 2018 (en millions).

¹⁵ Statista - Préférences des Français en matière de moyens de paiement scripturaux en 2017.

Présentation de l'activité Monétique

La société Afone Monetics propose la location et la maintenance de TPE ainsi que le package télécom associé (nécessaire au fonctionnement du TPE).

Il existe trois modes de connexion, tous disponibles chez Afone Monetics : la ligne téléphonique traditionnelle (RTC analogique), la ligne ADSL (internet/ adresse IP) et le réseau 3G.

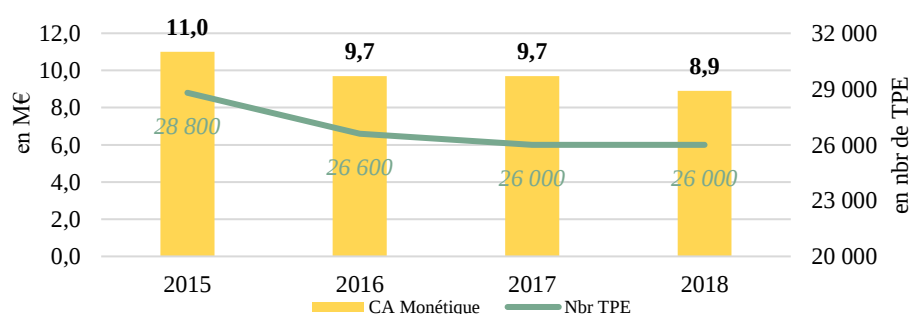
Les clients de l'activité Monétique d'Afone Monetics sont des commerçants (activité BtoB) qui sont soit des indépendants (un ou deux points de vente), soit des enseignes multi points de vente.¹⁶

Pour ces dernières, Afone Monetics propose également une solution de suivi des encaissements et intègre la fourniture d'un VPN (réseau virtuel privé).

Evolution historique des chiffres clés

Le graphique suivant présente l'évolution du chiffre d'affaires et du nombre de TPE loués entre 2015 et 2018 :

Evolution du Chiffre d'affaires Monétique et du nombre de TPE loués entre 2015 et 2018



Source : DDR de 2015 à 2018

Le chiffre d'affaires lié à la Monétique est passé de 11,0 M€ en 2015 à 8,9 M€ en 2018, soit une baisse moyenne de 6,8% par an. Cette évolution s'explique principalement par l'érosion du parc de TPE loués qui a diminué de 3,4% en moyenne sur la même période.

¹⁶ DDR 2018 (p20).

Une équipe commerciale a été mise en place en 2016 pour contenir la baisse du parc et limiter ainsi la diminution du chiffre d'affaires en 2017 et 2018.

Les facteurs de risque du Groupe Afone Participations sur l'activité Monétique

Le Groupe Afone Participations va devoir faire face à :

- l'obsolescence du matériel et des logiciels associés pour répondre aux demandes des commerçants et de leurs clients ;
- la concurrence toujours plus forte sur le marché, qui risque de prolonger l'érosion des prix et impacter directement les marges.

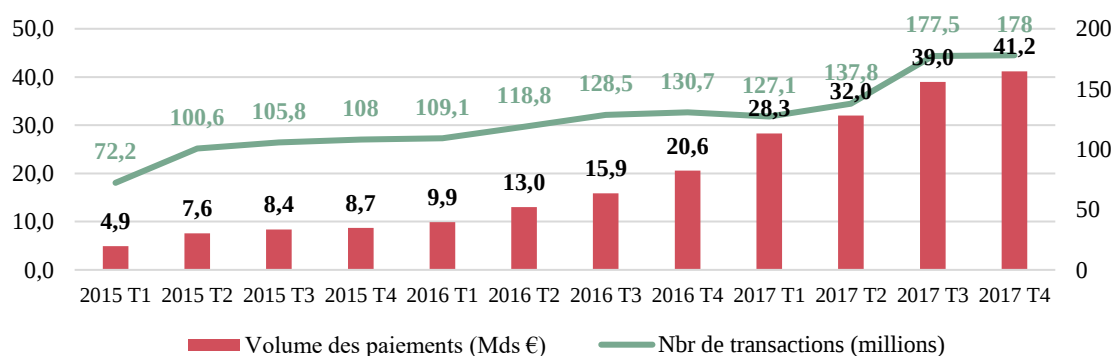
b) L'activité Paiement

Le marché des paiements

Le statut d'établissement de paiement a été créé en 2007 par la Directive sur les services de paiement pour renforcer la concurrence sur le marché des services de paiement qui était préalablement réservé aux établissements bancaires.

Ce marché est régulé en France par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (« ACPR ») qui, au 31 décembre 2018, a agréé 26 établissements de paiement et 13 succursales européennes. Ces établissements de paiement sont en forte augmentation en raison du nombre croissant de flux à traiter qui s'explique principalement par l'expansion du commerce sur Internet.

Volume des paiements trimestriels et nombre de transactions en France



Source : ACPR – Les chiffres du marché Français de la Banque et de l'Assurance

Au cours des trois dernières années, les volumes de paiements traités par les établissements de paiement ont fortement augmenté, passant de 8,7 mds € en fin d'année 2015 à 41,2 mds € à fin 2017.

Présentation de l'activité Paiement

Afone Paiement dispose du statut d'établissement de paiement depuis l'obtention de son agrément en 2010 auprès de l'ACPR.

Le Groupe propose des solutions d'acquisition de paiements électroniques encaissés par carte bancaire, par prélèvements ou encore des solutions de virements SEPA. L'activité d'acquisition de paiements par carte bancaire génère aujourd'hui l'essentiel du chiffre d'affaires de l'activité Paiement. Elle est réalisée en très grande partie avec les clients de l'activité Monétique, locataires des TPE.

Par ailleurs, dans un contexte où l'écosystème du commerce électronique évolue rapidement grâce aux progrès du traitement des paiements en ligne et à l'évolution constante de la technologie, la Société a engagé depuis 2018 des investissements significatifs en R&D afin de développer de nouvelles solutions dans le domaine des paiements.

La société propose essentiellement deux solutions :

- **l'offre E-commerce**, solution de paiement en ligne permettant aux commerçants de gérer les encaissements des ventes réalisées sur leur site e-commerce : l'offre comprend la page de paiement et l'acceptation du paiement par carte bancaire ;
- **la solution de Paiement de proximité**, qui propose une interface de suivi et de gestion des encaissements réceptionnés par un terminal de paiement. La solution comprend l'acceptation du paiement par carte bancaire.

La Société a également élargi sa gamme de services et propose une application permettant de dématérialiser le TPE et d'encaisser ou régler à partir d'un Smartphone.

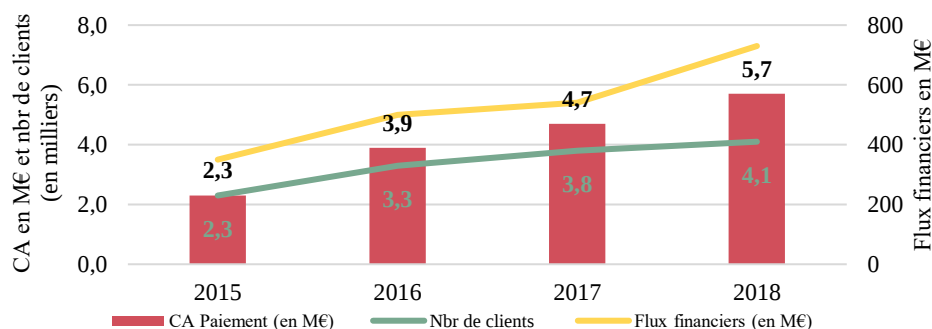
La Société a en outre déposé en 2019 une demande d'agrément auprès de l'ACPR pour pouvoir émettre des cartes bancaires.

Enfin, le Groupe souhaite développer cette activité en Europe. Dans ce contexte, Afone Paiement a obtenu les accords réglementaires pour l'ouverture d'une succursale en Italie en 2017 et en Espagne en 2019. Les demandes d'autorisations pour l'Allemagne sont par ailleurs en cours.

Evolution historique des chiffres clés

Le graphique ci-dessous présente l'évolution historique du chiffre d'affaires de l'activité Paiement, correspondant aujourd'hui pour l'essentiel aux commissions prélevées dans le cadre de l'activité d'acquisitions des paiements par carte bancaire :

**Evolution du Chiffre d'affaires Paiement, du nombre de clients
et des flux financiers acquis traités entre 2015 et 2018**



Source : Documents de Référence Afone Participations de 2015 à 2018

Le chiffre d'affaires a fortement progressé entre 2015 et 2018 avec une croissance moyenne annuelle de 35% qui s'explique à la fois par l'augmentation du nombre de clients (TCAM 15-18 : 21%) et des flux traités (TCAM 15-18 : 28%).

Les facteurs de risque

L'activité d'acquisition des paiements est fortement dépendante du nombre de TPE loués, ce qui fait peser un risque sur la croissance de l'activité dans la mesure où le parc de TPE loués par Afone Monetics est en diminution constante.

Par ailleurs, les autres activités dans le domaine des paiements, qui font l'objet depuis 2018 d'investissements significatifs en R&D, génèrent aujourd'hui très peu de chiffre d'affaires et le succès commercial des solutions développées reste très incertain.

2.2 Matrice des forces, faiblesses, opportunités et menaces

Forces	Faiblesses
✓ Qualité du partenariat avec Leclerc et de la gestion opérationnelle de l'activité mobile ✓ Activité MVNO peu capitalistique ✓ Statut d'établissement de paiements agréé par l'ACPR.	✓ Dépendance à SFR dans le Mobile ✓ Un seul mode de distribution pour les offres Réglo Mobile ✓ Activité de compensation des paiements dépendante d'un parc de TPE en constante attrition ✓ Moyens financiers limités du groupe en comparaison avec d'autres acteurs du Paiement
Opportunités	Menaces
✓ Développement de l'e-commerce / du marché des paiements. ✓ Evolutions technologiques sur le marché des paiements ✓ Possibilité de capitaliser sur les agréments obtenus pour étendre le périmètre d'activité dans les paiements	✓ Renforcement de l'intensité concurrentielle et reprise de la guerre des prix sur le marché de la Téléphonie Mobile ✓ Arrivée de la 5G, qui devrait d'abord profiter aux opérateurs historiques ✓ Négociation du contrat 5G avec SFR ✓ Baisse de fréquentation des hypermarchés ✓ Emergence de solutions alternatives aux TPE qui pourrait accélérer l'attrition du parc (activité monétique)

3. Principales caractéristiques financières du Groupe

3.1 Compte de résultat

Comme expliqué précédemment, le Groupe communique sur ses différentes activités en distinguant trois UGT : la Téléphonie Mobile, la Téléphonie Fixe et les services Fintech.

Le tableau ci-après synthétise les principaux agrégats du compte de résultat consolidé du Groupe Afone Participations.

P&L consolidé simplifié entre 2016 et juin 2019

P&L simplifié en K€	31/12/2016 12 mois	31/12/2017 12 mois	31/12/2018 12 mois	30/06/2019 6 mois	TCAM 16-18
Chiffre d'affaires	44 148	41 795	39 632	21 073	-5,3%
<i>Croissance en %</i>	<i>-11,5%</i>	<i>-5,3%</i>	<i>-5,2%</i>		
Achats consommés	(30 942)	(27 934)	(25 502)	(13 687)	-9,2%
Charges de personnel	(8 592)	(7 549)	(7 084)	(3 807)	-9,2%
Charges externes	(6 563)	(4 690)	(6 391)	(3 225)	-1,3%
Autres produits et charges d'exploitation	838	(18)	681	57	-9,9%
Impôts et taxes	(816)	(720)	(775)	(487)	-2,5%
EBITDA	(1 927)	884	561	(76)	
En % du CA	-4,4%	2,1%	1,4%	-0,4%	
Dotations aux amortissements et provisions	(2 833)	(3 644)	(980)	(721)	-41,2%
ROC avant MEE	(4 760)	(2 760)	(419)	(797)	-70,3%
En % du CA	-10,8%	-6,6%	-1,1%	-3,8%	
Quote-part du résultat Meta-Lfone	4 687	5 696	5 618	2 781	9,5%
ROC après MEE	(73)	2 936	5 199	1 984	
Résultat sur cession de participations consolidées	-	-	7 980	-	
Autres produits et charges opérationnels	(6 654)	1 755	-	1 938	
Résultat opérationnel	(6 727)	4 691	13 179	3 922	
En % du CA	-15,2%	11,2%	33,3%	18,6%	

Sources : DDR de 2016 à 2018 et Rapport semestriel 2019

Note * : Les valeurs du secteur sécurité ne sont pas prises en compte dans les agrégats présentés ci-dessus et sont enregistrés dans la ligne « Résultat net d'impôt des activités arrêtées ou en cours de cession ».

L'évolution du chiffre d'affaires consolidé présente une baisse de -5,3% en moyenne par an entre 2016 et 2018. Celle-ci s'explique principalement par :

- le recul de l'activité de Téléphonie fixe : le chiffre d'affaires de l'UGT Télécom Fixe a enregistré un repli de 6,7% en 2017 et de 28,5% en 2018¹⁷. La forte baisse en 2018

¹⁷ DDR 2017 (p134) et DDR 2018 (p121).

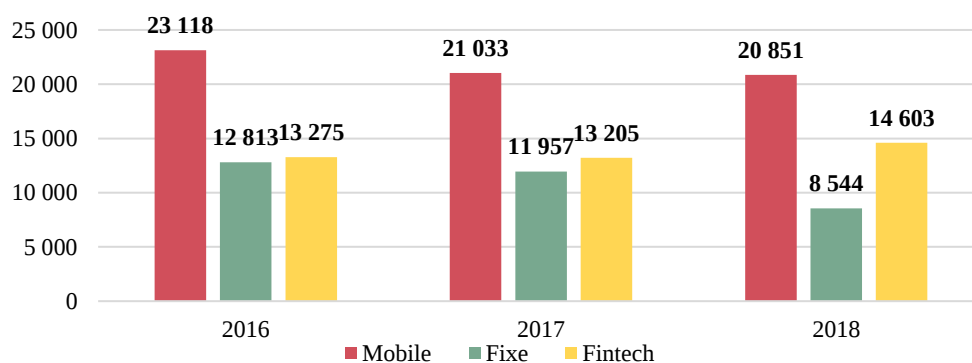
s'explique par la cession du fonds de commerce qui a eu lieu en fin d'année 2017 (cf. III.2.1.1) ;

- le recul de l'activité de Téléphonie Mobile : le chiffre d'affaires de l'UGT Télécom Mobile a marqué une baisse de 9,0% en 2017 et une baisse de 0,9% en 2018¹⁸ (cf. III.2.1.1).

Le chiffre d'affaires de l'UGT Fintech a baissé de 0,5% en 2017 et augmenté de 10,6% en 2018. Cette UGT est composée des activités de Monétique et de Paiement qui ne présentent pas les mêmes évolutions (cf. III.2.1.2).

Le graphique ci-après présente les chiffres d'affaires par UGT entre 2016 et 2018. Pour retrouver les chiffres d'affaires consolidés du Groupe, il convient de retraiter le chiffre d'affaires « inter-secteur »¹⁹.

Chiffre d'affaires entre 2016 et 2018 par UGT



Sources : DDR de 2016 à 2018

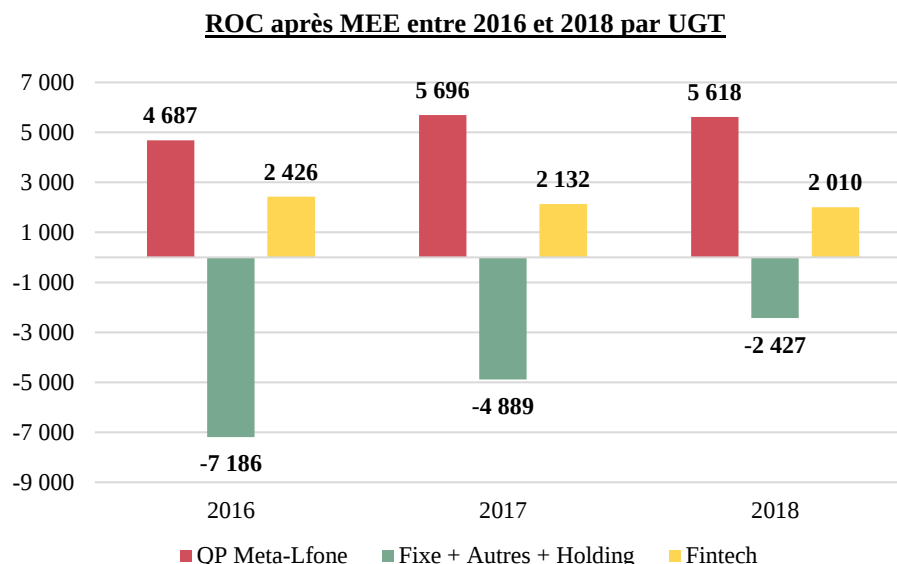
Les documents de référence présentent également le résultat opérationnel courant (ci-après « ROC ») par UGT après prise en compte de la quote-part du résultat de la société mise en équivalence (MEE) META LFONE.

Le ROC après MEE de l'UGT Mobile a été décomposé entre la quote-part du résultat de META LFONE revenant au Groupe et le résultat des autres activités mobiles (forfaits MtoM) et des frais de holding et de R&D.

¹⁸ DDR 2017 (p134) et DDR 2018 (p121).

¹⁹ D'un montant de -5,1 M€ en 2016, -4,4 M€ en 2017 et -4,3 M€ en 2018.

Le graphique suivant retrace l'évolution du ROC après mise en équivalence entre 2016 et 2018 :



Sources : DDR de 2016 à 2018

Ce graphique appelle les commentaires suivants :

- Le résultat généré par META LFONE dépend des conditions d'achat négociées avec SFR pour la fourniture de minutes et de la répartition du chiffre d'affaires par forfait dans la mesure où chaque offre présente des marges différentes ;
- Le ROC Fixe + Autres + Holding prend en compte le ROC généré par l'activité Afone Mobile (Machine to Machine) d'Afone Participations, les frais de Holding et de R&D²⁰ et le ROC de la Téléphone Fixe. Le résultat généré par la Téléphonie Fixe est fortement négatif en 2016 et 2017 et s'explique par les pertes enregistrées sur l'offre WifiLib qui s'ajoutent à la perte d'exploitation et aux dépréciations d'actifs. L'amélioration du résultat en 2018 s'explique en partie par la cession du fonds de commerce ;
- Le ROC des services Fintech présente une baisse sur la période 2016-2018 qui s'explique principalement par la baisse de chiffre d'affaires de l'activité Monétique dans un contexte d'attrition du parc et de pression sur les prix.

²⁰ Il convient de préciser que les frais de R&D sont refacturés à la Holding par la société Afone Infrastructure.

Au global, le résultat opérationnel du Groupe s'est fortement apprécié entre 2016 et 2018 passant d'un taux de marge de -15,2% en 2016 (RO de -6,7 M€) à +33,3% en 2018 (RO de +13,2 M€).

Le résultat opérationnel négatif en 2016 s'explique également par la dépréciation de l'écart d'acquisition sur les services de télécommunication ethniques d'un montant de 1,9 M€ et la dépréciation exceptionnelle du contrat avec SFR (dans la téléphonie fixe) d'un montant de 4,3 M€.

Le Groupe Afone a réalisé une revue stratégique de son portefeuille d'activités en 2016 qui l'a amené à reconsidérer son positionnement sur la Téléphonie Fixe et sur les activités liées à la Sécurité et explique la cession du fonds de commerce lié à une partie de l'activité de Téléphonie Fixe fin 2017 et la cession de l'activité Sécurité en 2018. Les plus-values réalisées sur ces actifs correspondent au produit exceptionnel d'un montant de 1 755 K€ en 2017 et au résultat sur cession de participations consolidées de 7 980 K€ en 2018.

3.2 Bilan consolidé

Le tableau ci-après présente le bilan économique consolidé simplifié du Groupe Afone Participations pour les exercices 2016 à 2018 ainsi que la situation au 30 juin 2019.

Bilans économiques entre 2016 et juin 2019

Bilan économique en K€	31/12/2016 12 mois	31/12/2017 12 mois	31/12/2018 12 mois	30/06/2019 6 mois
Ecart d'acquisition	14 582	10 571	10 571	10 571
Immos corp. et incorp. <i>dont droit d'utilisation (IFRS 16)</i>	7 610	1 844	1 364	3 107 1 966
Besoin en fonds de roulement (BFR)	(2 451)	(1 930)	(4 653)	(4 755)
Capitaux employés	5 159	(86)	(3 289)	(1 648)
<i>Immo en % CA</i>	17,2%	4,4%	3,4%	14,7%
<i>BFR % CA</i>	-5,6%	-4,6%	-11,7%	-22,6%
<i>% du CA</i>	11,7%	-0,2%	-8,3%	-7,8%
Immos financières	3 963	3 654	3 695	3 967
MEE	1 164	1 547	1 364	1 384
IDA-IDP	1 535	506	115	(54)
Actif économique	26 403	16 193	12 456	14 220
Capitaux Propres	31 352	26 481	27 195	26 540
Intérêts minoritaires	150	106	86	57
Dette financière nette	(5 099)	(10 394)	(14 826)	(14 352)
Dette IFRS 16				1 974
Capital financier	26 403	16 193	12 456	14 220

Sources : DDR de 2016 à 2018 et Rapport semestriel 2019

Evolution de l'actif économique

- Les écarts d'acquisition ont diminué d'un montant de 4 011 K€ en 2017 à l'occasion de la cession du fonds de commerce de la téléphonie fixe et du reclassement des écarts liés à l'activité sécurité en actifs disponibles à la vente.
- Les immobilisations corporelles et incorporelles correspondent principalement aux installations techniques et aux contrats activés.
 - > En 2016, le contrat avec SFR relatif à l'IRU (anciennement COMPLETEL), qui prévoyait le droit d'utilisation du réseau, a été déprécié à hauteur de 4 317 K€.
 - > En 2017, la baisse des immobilisations s'explique par le reclassement d'installations techniques en actifs détenus en vue de la vente pour un montant net de 1 992 K€ (activité Sécurité).
 - > Au 30 juin 2019, les immobilisations ont augmenté de 1 966 K€ au titre des retraitements liés à la nouvelle norme IFRS 16, qui modifient le traitement comptable des contrats de location. Depuis le 1^{er} janvier 2019, le Groupe enregistre l'ensemble de ces contrats à l'actif par la constatation d'un droit d'utilisation et au passif par une dette correspondant à la valeur actualisée des paiements futurs.
- Les immobilisations financières correspondent principalement aux créances liées au financement pour un montant de 3 070 K€ au 30 juin 2019.
- La participation d'un montant de 1 384 K€ au 30 juin 2019 correspond à la valeur de l'actif net corrigé de la société META LFONE revenant au Groupe (quote-part de 50%).
- Le Besoin en fonds de Roulement du Groupe représente -5,6% du chiffre d'affaires en 2016, -4,6% en 2017 et -11,7% en 2018. Le Management ne dispose pas d'analyse précise du BFR. La forte diminution en 2018 s'explique par une dépréciation de créances clients pour un montant de 2 255 K€.
- En 2019, le Groupe a procédé à un changement dans la présentation des actifs et passifs liés aux activités d'intermédiation de services de paiement pour se rapprocher des pratiques retenues par les principaux acteurs du marché. Avant le 31 décembre 2018, ces actifs et passifs étaient compensés alors que dorénavant ils sont présentés séparément, ce qui explique une augmentation des autres actifs courants et des autres

passifs courants de 8 280 K€ en 2018. Ce changement de présentation a été appliqué sur les chiffres de l'exercice 2018.

Evolution du capital financier

- L'évolution des capitaux propres s'explique notamment par la politique de dividendes et le rachat d'actions en vue de leur annulation :
 - > Le résultat net du Groupe au 31 décembre 2018 s'élève à 11 305 K€ en forte hausse par rapport à 2017 du fait du résultat lié à la cession de l'activité Sécurité qui a été cédée et dont la plus-value réalisée s'élève à 7 980 K€ ;
 - > Depuis 2016, quatre réductions de capital ont été réalisées conduisant à l'annulation de 1 544 787 actions.
- Les intérêts minoritaires portent sur les sociétés Afone Paiements et Finli dont respectivement 3,2% et 0,02% du capital ne sont pas détenus par le Groupe.
- L'endettement bancaire a augmenté depuis 2016 pour diversifier les sources de financement et maintenir un niveau élevé de trésorerie.

4. Incidences sur les travaux d'évaluation

Les développements précédents ont montré que les activités du Groupe disposent de caractéristiques très différentes concernant les paramètres qui déterminent leurs flux de trésorerie futurs, leur niveau de risque non diversifiable et donc leur valeur de marché : croissance anticipée de l'activité, marge opérationnelle et donc rentabilité des capitaux employés, variabilité de leur niveau d'activité conjuguée à des leviers opérationnels différents.

Par conséquent, nous considérons que l'évaluation du Groupe sera plus fiable si elle est réalisée sur la base de l'évaluation distincte de chacune de ses activités à partir de leurs caractéristiques propres (notamment le taux d'actualisation et le taux de croissance à long terme) que si elle résulte d'une évaluation globale à partir de prévisions et de paramètres financiers agrégés.

Nos travaux d'évaluation reposent donc sur une **approche dite par la somme des parties**. Dans le cadre de l'approche par actualisation des flux de trésorerie futurs mise en œuvre, nous avons évalué chacune des activités indépendamment, pour ensuite sommer leur valeur.

IV. EVALUATION DES ACTIONS DE LA SOCIETE

Afin d'apprécier l'équité du Prix d'Offre, nous avons estimé la valeur des titres de la Société au 31 octobre 2019 (ci-après la « Date d'Evaluation »), sur la base notamment de données de marché à cette date.

Pour ce faire, nous avons retenu :

- la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie (ou « DCF ») ;
- les références :
 - > aux conditions financières de l'OPRA de l'été 2018 ;
 - > aux conditions d'acquisition par la Société de ses propres actions postérieurement à l'offre de juillet- août 2018 ;
 - > au cours de bourse de la Société depuis cette offre.

1. Méthodes et références écartées

1.1 Méthode des comparables boursiers

Cette méthode consiste à appliquer à la Société les multiples observés sur un échantillon de sociétés comparables cotées.

Nous avons identifié un certain nombre de sociétés cotées présentes sur le marché des paiements et de la téléphonie :

- dans l'activité Fintech : Wirecard Ag, Worldline Sa, Ingenico Group, Paypoint Plc, Euronet Worldwide Inc, Adyen Nv, Evertec Inc, Fiserv Inc, Fidelity National Information Services Inc, Western Union Co, Mastercard Inc.
- dans la Téléphonie : Vodafone Group Plc, Orange Sa, Telefonica Sa, BT Group Plc, Telenor Asa, Swisscom Ag-Reg, Telia Co Ab, Koninklijke Kpn Nv, Telecom Italia Spa, Proximus, Tele2 Ab-B Shs, Elisa Oyj, Cellnex Telecom Sa, Inmarsat Plc, Sunrise Communications Group, Deutsche Telekom Ag-Reg, Telefonica Deutschland Holding Ag.

Toutefois, ces sociétés ne nous semblent pas pouvoir être considérées comme comparables au Groupe pour les raisons suivantes :

- les sociétés cotées opérant sur le secteur des paiements sont d'une taille très supérieure au Groupe²¹ et réalisent des activités à plus forte valeur ajoutée que la compensation de paiements. De plus, contrairement à l'activité Paiement du Groupe qui n'est pas rentable, elles génèrent des résultats positifs ;
- les sociétés cotées présentes sur le marché de la téléphonie se différencient du groupe Afone par leur taille²² et par leur modèle économique (MNO vs MVNO).

La méthode des multiples de comparables boursiers a donc été écartée.

1.2 Méthode des transactions comparables

Cette méthode consiste à appliquer à la Société les multiples observés lors de transactions impliquant des sociétés comparables.

La mise en œuvre de cette méthode se heurte souvent à la difficulté d'obtenir les informations nécessaires au calcul des multiples. Dans le cas d'espèce, elle trouve également ses limites dans les raisons invoquées concernant la pertinence limitée de l'approche par les multiples boursiers (cf. paragraphe précédent).

La méthode des multiples de transactions comparables a ainsi été écartée.

1.3 Méthode de l'actualisation des dividendes

Cette méthode consiste à actualiser les flux de dividendes attendus. Elle s'envisage généralement pour les sociétés matures qui mettent en œuvre une politique de dividendes réguliers et représentative de leur capacité de distribution.

La méthode de l'actualisation des dividendes a été considérée comme non pertinente au cas d'espèce notamment au regard du caractère non mature de l'activité Paiement qui génère aujourd'hui des pertes.

²¹ Chiffre d'affaires 2018 moyen de 3 829 M€ vs 39,6 M€ pour Afone Participations.

²² Chiffre d'affaires 2018 moyen de 18 327 M€ vs 39,6 M€ pour Afone Participations.

1.4 Méthode de l'actif net réévalué

Cette méthode consiste à ajuster les capitaux propres de la mise en valeur de marché des actifs et passifs apparaissant au bilan. Elle est souvent utilisée pour évaluer les sociétés dont les principaux actifs disposent d'une valeur de marché indépendamment de leur utilisation dans un processus d'exploitation.

Au cas d'espèce, cette méthode n'apparaît pas pertinente.

1.5 Référence à l'actif net comptable

Cette approche consiste à estimer la valeur des titres d'une société à partir de la référence à son actif comptable.

Cette référence n'est pas adaptée au cas d'espèce car elle ne permet pas de tenir compte de la continuité d'exploitation. Les principaux actifs de la Société ne sont en effet pas nécessairement inscrits à son bilan en valeur de marché.

Nous précisons néanmoins que le Prix d'Offre de 13,0 euros est très supérieur à l'actif net comptable consolidé, qui s'établit au 30 juin 2019 à 7,2 euros par action.

2. Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs (DCF)

2.1 Principe

La méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs consiste à déterminer la valeur d'une société à partir de l'actualisation des flux de trésorerie d'exploitation futurs qu'elle est susceptible de générer, nets d'impôts, après financement des investissements et du besoin en fonds de roulement.

La valeur actualisée des flux de trésorerie opérationnels générés par les actifs d'exploitation des activités valorisées sur la période couverte par les prévisions et, le cas échéant, la valeur actualisée de la valeur terminale constituent la Valeur d'Entreprise (ou valeur de l'actif économique) de la société évaluée (ci-après la « Valeur d'Entreprise »).

La Valeur d'Entreprise obtenue doit ensuite être ajustée de l'endettement financier net et des actifs et passifs hors exploitation pour obtenir la valeur des fonds propres de la société évaluée.

Cette méthode requiert donc de déterminer les éléments suivants :

- les éléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des fonds propres puis à la valeur par action (2.2) ;
- les hypothèses prévisionnelles et les hypothèses normatives concernant les résultats nets d'impôt, les investissements et le besoin en fonds de roulement (2.3) ;
- le taux d'actualisation, qui correspond au taux de rendement exigé par les pourvoyeurs de capitaux de l'entreprise (2.4).

2.2 Eléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur par action

2.2.1. Nombre d'actions pris en compte

Au 30 juin 2019, date d'arrêté comptable retenu pour déterminer les éléments de passage entre la Valeur d'Entreprise et la valeur des fonds propres, le nombre d'actions composant le capital social d'Afone Participations s'établissait, hors auto-détention, à 3 706 538.

A cette date, il n'existait pas de titre de capital, instrument financier ou droit susceptible d'augmenter ce nombre d'actions et donc de diluer les actionnaires existants.

Le nombre d'actions retenu est ainsi de 3 706 538.

2.2.2. Passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des titres

Sur la base des comptes au 30 juin 2019, le passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des fonds propres de la Société nécessite de prendre en compte un ajustement positif d'un montant de **+14,8 M€**, comprenant les éléments suivants :

Eléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des fonds propres

En K€	30/06/2019
Titres non consolidés	406
QP du résultat META LFONE (net d'impôt et hors acompte)	461
Trésorerie et équivalent de trésorerie	21 319
Trésorerie et équivalent de trésorerie (A)	22 186
Emprunt à court terme et à long terme	6 245
Provisions à caractère de dette	722
Intérêts minoritaires revalorisés	418
Dette financière brute (B)	7 385
Trésorerie nette (A) - (B)	14 801

Source : Comptes consolidés du Groupe Afone au 30 juin 2019

2.3 Présentation des prévisions retenues

2.3.1. Sources d'informations utilisées

Notre évaluation par l'actualisation des flux de trésorerie futurs se fonde sur les plans d'affaires établis par le management en fin d'année 2018 :

- les plans d'affaires par société sur l'horizon 2019-2022 : Afone Call ; Afone Monetics ; Afone Paiement ; Meta-Lfone ; Afone Participations et Afone Infrastructure ;
- les plans d'affaires par activité sur l'horizon 2019-2022, construits à partir des plans d'affaires par société : BU Fixe, BU Holding, BU Mobile, BU Monétique, BU Paiement, BU Structure, BU Wifi, BU R&D²³.

Dans le cadre de nos travaux, nous avons utilisé les plans d'affaires par activité.

²³ Cette BU encourt les frais de R&D, qu'elle refacture à la BU Holding.

Nous précisons par ailleurs que la BU Holding intègre des frais de sous-traitance R&D (refacturés par la BU R&D) qui concernent l'activité Paiement. Dans notre analyse, nous avons retraité ces frais de la BU Holding pour les affecter à la BU Paiement.

2.3.2. Plan d'affaires Fixe et Wifi

a) Horizon du plan d'affaires 2019-2022 – Principales tendances

Evolution du chiffre d'affaires

Les revenus générés par l'activité Fixe et Wifi correspondent essentiellement à des refacturations internes et des services annexes à la téléphonie. Le Management prévoit en effet une extinction de l'activité à moyen terme.

Sur l'horizon du plan d'affaires, le chiffre d'affaires passe de 5,3 M€ en 2019 à 3,5 M€ en 2022, soit un taux de décroissance moyen de -13,4% en 4 ans. Cette évolution s'explique principalement par le démantèlement de l'activité à la suite de la cession du fonds de commerce en 2017.

Evolution de la marge

Le Management anticipe un résultat opérationnel à l'équilibre en 2020 et légèrement positif en 2021-2022, dans un contexte de réduction des charges opérationnelles de l'activité.

b) Autres éléments

En lien avec l'arrêt de l'activité, aucun investissement n'est envisagé sur l'horizon du plan d'affaires.

c) Extrapolation et Valeur Terminale

Nous avons considéré que la société ne dégagera plus de chiffre d'affaires sur cette ligne d'activité à l'horizon 2027. Le chiffre d'affaires a ainsi été retenu en décroissance linéaire vers zéro sur l'horizon 2022-2027.

Le taux de marge d'EBIT sur l'horizon extrapolé correspond à la moyenne du taux de marge sur l'horizon du plan d'affaires soit 2,5%.

Compte tenu de l'arrêt attendu de l'activité, nous avons considéré une Valeur Terminale nulle.

2.3.3. Plan d'affaires Mobile

a) Horizon du plan d'affaires 2019-2022

Evolution du chiffre d'affaires

Plus de 95% du chiffre d'affaires de l'activité mobile porte sur la vente de minutes, de SMS et de data aux clients des offres Réglo Mobile. Les hypothèses retenues pour la construction du plan d'affaires portent donc (i) sur la constitution du parc de clients et (ii) sur la tarification.

En termes de volume, le nombre de clients diminue à partir de 2020 et enregistre un taux de croissance moyen de -2,8% sur l'horizon du plan d'affaires. Cette évolution s'explique par la concurrence accrue des opérateurs téléphoniques et l'arrivée de la 5G qui devrait pénaliser la société par rapport aux opérateurs historiques. Nous indiquons à ce titre, par comparaison avec le dernier changement de technologie, qu'Afone Participations n'avait pu déployer sa première offre 4G que deux ans après SFR.

En termes de prix, l'évolution est favorable avec une hausse de l'ARPU entre 2019 et 2022 de +3,9% qui s'explique par l'évolution des usages vers une consommation de plus de data et donc des offres potentiellement plus chères.

Toutefois, l'augmentation des tarifs ne devrait pas permettre de compenser la baisse du nombre de clients, ce qui conduit, dans le plan d'affaires, à des baisses annuelles de chiffre d'affaires à partir de 2021.

Evolution de la marge

Dans un contexte de baisse attendue du chiffre d'affaires entre 2020 et 2022 et compte tenu des risques attachés aux conditions du contrat 5G avec SFR, la Société a retenu sur cette période une baisse de l'ordre de 20% de son résultat d'exploitation.

b) Autres éléments

Sur l'horizon du plan d'affaires, les investissements annuels s'élèvent en moyenne à 110 K€ et sont dédiés à l'amélioration des serveurs afin que le Groupe puisse gérer plus de data sur le réseau.

c) Extrapolation 2023-2027

Pour la détermination du chiffre d'affaires, nous avons considéré :

- une baisse du nombre de clients moyen de -2% par an. Ce taux est cohérent avec l'évolution historique (TCAM 15-18 : -1,4%) et prévisionnel (TCAM 19-22 : -2,8%) ;
- un taux de croissance de l'ARPU en convergence linéaire vers un taux de croissance à long terme de +1,0% (légèrement inférieur aux anticipations d'inflation pour prendre en compte une pression structurelle sur les prix).

Par ailleurs, nous avons pris en compte une convergence du taux de marge d'EBIT vers un niveau normatif de 15%, en ligne avec le taux de marge d'EBIT moyen 2016-2020 des opérateurs européens de télécommunication cotés.

d) Calcul de la Valeur Terminale

Les paramètres normatifs suivants ont été retenus :

- taux de croissance à long terme de -1,0% qui résulte des hypothèses retenues pour l'évolution du nombre de clients (-2,0% à long terme) et l'évolution de l'ARPU (+1,0% à long terme) ;
- un taux de marge d'EBIT de 15% ;
- un taux d'impôt de 25,83% ;
- un montant d'investissement de 110 K€.

2.3.4. Plan d'affaires Monétique

a) Horizon du plan d'affaires 2019-2022

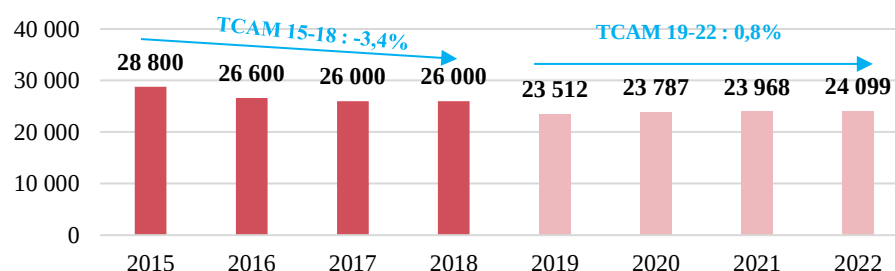
Evolution du chiffre d'affaires

L'évolution du chiffre d'affaires sur l'horizon du plan d'affaires est fonction du parc de TPE, du revenu moyen par utilisateur (« ARPU ») et des revenus annexes de maintenance.

Sur l'horizon du plan d'affaires, on constate que :

- l'attrition du parc est stoppée (TCAM légèrement positif de +0,8% entre 2019 et 2022 à comparer à une diminution annuelle moyenne de 3,4% entre 2015 et 2018).

Evolution du nombre de TPE depuis 2015



Source : DDR et Groupe Afone.

Le Groupe a mis en place une stratégie défensive pour lutter contre l'érosion du parc de TPE. Celle-ci consiste à orienter les efforts marketing et commerciaux principalement vers le renouvellement des contrats.

- le revenu moyen par utilisateur (ARPU) présente un TCAM de -2,9% entre 2019 et 2022. Cette baisse des prix, nécessaire pour espérer maintenir le parc de TPE, s'inscrit dans un contexte de concurrence accrue et notamment celle des banques qui proposent un catalogue d'offres plus large.

Au total, le chiffre d'affaires est attendu en baisse annuelle moyenne de 4,5% entre 2019 et 2022.

Evolution de la marge

Entre 2018 et 2022, il est attendu une division par trois de l'EBIT de l'activité.

Le nombre de TPE loués restant globalement stable sur la période, les principales charges opérationnelles (logistique et assistance technique) restent inchangées.

Dès lors, la baisse attendue du CA, qui a pour origine une baisse des prix, se retrouve amplifiée au niveau de l'EBIT de l'activité.

b) Autres éléments

Les dotations aux amortissements présentés dans le plan correspondent principalement aux amortissements liés au parc de TPE. Elles représentent un montant moyen par an de 1,8 M€ (entre 19% et 24% du CA et 7,5% du volume).

Elles sont compensées par des investissements du même ordre sur la durée du plan, dans un contexte de maintien attendu du parc existant.

c) Extrapolation 2023-2027

La stratégie défensive du Groupe pourrait limiter l'attrition du parc malgré les risques technologiques de disparition progressive des terminaux de paiement. La concurrence sur le marché de la monétique pourrait en revanche continuer à peser sur les prix.

Pour prendre en compte ces évolutions, nous avons prolongé l'horizon de prévisions jusqu'en 2027 en considérant :

- un taux de croissance normatif du parc de 0% (attrition nulle du parc) ;
- un taux de décroissance de l'ARPU en convergence linéaire vers un taux de décroissance à long terme de -2,0% (-3,0% en fin de plan).

En termes de marge, nous avons considéré que les charges d'exploitation dépendaient principalement du parc de TPE.

Ces hypothèses conduisent à dégrader la marge sur l'horizon d'extrapolation et atteindre un EBIT proche de 0 en fin de plan, prolongeant en cela la tendance observée sur l'horizon du plan d'affaires de la Société.

d) Calcul de la Valeur Terminale

Compte tenu de l'atteinte d'un EBIT proche de zéro en fin de période d'extrapolation, nous avons retenu une valeur terminale nulle.

2.3.5. Plan d'affaires Paiement

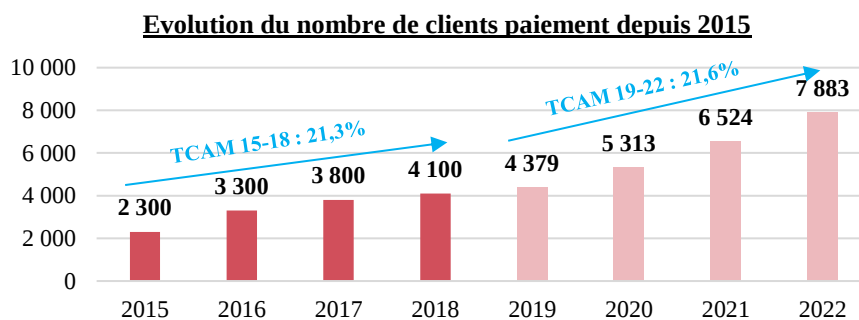
a) Horizon du plan d'affaires 2019-2022

Evolution du chiffre d'affaires

Le chiffre d'affaires sur l'horizon du plan d'affaires correspond principalement aux commissions sur les volumes de transactions traités :

- le volume de flux traités sur l'horizon du plan d'affaires est fonction (i) du nombre de clients, attendu en forte augmentation sur l'horizon du plan d'affaires et (ii) du montant mensuel de transaction par client qui est considéré comme stable.

Le graphique suivant présente l'évolution du nombre de clients historique et prévisionnel :



Source : DDR et Groupe Afone.

- le pourcentage de commissions facturées est également considéré comme fixe sur l'horizon du plan d'affaires mais diffère selon les pays. L'augmentation du taux de facturation de 5% par an en moyenne s'explique ainsi par l'évolution attendue du mix géographique de l'activité.

Au total, le plan d'affaires de l'activité Paiement prévoit une hausse du chiffre d'affaires de +27,2% par an en moyenne sur l'horizon 2019-2022. Cette hausse attendue proviendrait de la forte croissance du nombre de clients, laquelle dépendra du succès commercial des solutions de paiements développées par le Groupe. Il est rappelé à ce titre

que la croissance historique de cette activité, comparable en ordre de grandeur avec la croissance prévisionnelle, a été réalisée auprès d'une base de clients déjà existante (celle de l'activité monétique / parc de TPE).

Evolution de la marge

Le plan d'affaires prévoit également une amélioration de la marge d'EBIT qui passe de -30,4% en 2019 (EBIT de -2,0 M€) à -2,6% (-0,4 M€) en 2022 (hors frais de sous-traitance R&D).

Cette réduction des pertes sur l'horizon du plan d'affaires s'explique principalement par la forte croissance attendue du chiffre d'affaires.

b) Autres éléments

Nous avons intégré les dépenses de R&D qui seront encourues par le Groupe et qui, d'après les informations qui nous ont été communiquées, seront quasi-intégralement consacrées aux activités Fintech sur la durée du plan d'affaires. Ces charges représentent un montant annuel moyen de 1 100 K€.

c) Extrapolation 2023-2027

Nous avons prolongé le plan d'affaires de 5 ans (jusqu'en 2027) à partir des hypothèses suivantes :

- convergence linéaire de la croissance du chiffre d'affaires pour atteindre un taux de 1,5% en fin de période d'extrapolation ;
- en fin de plan d'affaires, le taux de marge d'EBIT est négatif. Nous avons considéré que la Société pourrait atteindre, en fin de période d'extrapolation, un taux de marge normatif après frais de R&D de près de 6% correspondant au quart du taux de marge d'EBIT moyen 2016-2020 sur un échantillon de sociétés cotées du secteur des paiements. Ce niveau de marge conduit en fin de plan à un taux de rentabilité des capitaux engagés cohérent avec le coût du capital de l'activité (cf. infra).

d) Calcul de la Valeur Terminale

Les principaux paramètres normatifs suivants ont été retenus :

- un taux de croissance à long terme de 1,5% ;
- un taux de marge d'EBIT après frais de R&D de 5,8% ;
- un taux d'impôt de 25,83%.

2.3.6. Valeur actualisée des charges non rattachables directement aux activités

Comme expliqué précédemment, nous avons évalué à part les coûts de structure hors R&D, lesquels ne sont pas directement rattachables aux différentes BU.

a) Horizon du plan d'affaires 2019-2022

Ces charges s'établissent en moyenne à 1 600 K€ par an sur les exercices 2019 à 2022.

b) Calcul de la valeur terminale à fin 2022

Les paramètres normatifs suivants ont été retenus :

- un taux de croissance à long terme de 1,5% ;
- un taux d'impôt de 25,83%.

2.4 Détermination du taux d'actualisation

Nous avons déterminé deux taux d'actualisation : l'un pour les activités de Téléphonie (6,75%, cf. infra), l'autre pour les activités de services Fintech (9,0%). La moyenne de

ces deux taux (7,9%) correspond au taux d'actualisation utilisé pour déterminer la valeur négative actualisée des charges de Holding.

2.4.1. Principe de détermination du taux

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

Le Groupe étant en situation de trésorerie nette positive, nous avons retenu une structure financière sans endettement. Les taux d'actualisation retenus correspondent ainsi à des coûts des fonds propres à dette nulle.

Le taux d'actualisation retenu correspond donc au coût des fonds propres qui a été déterminé à partir du Modèle d'Evaluation Des Actifs Financiers (MEDAF) où :

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

Avec :

K_{FP}	<i>Coût des fonds propres</i>
R_f	<i>Taux sans risque</i>
β	<i>Béta des actions de la société</i>
Prime de risque moyenne du marché	<i>Elle correspond à la différence entre le rendement espéré du marché actions dans son ensemble et le taux sans risque</i>
Prime de risque éventuelle	<i>Elle peut correspondre par exemple à une prime de taille ou à une prime de risque pays</i>

2.4.2. Taux sans risque

Le taux sans risque est estimé sur la base des rendements offerts par des actifs considérés sans risque de défaut.

Nous avons retenu un taux sans risque égal à la moyenne 3 mois des obligations d'Etat françaises d'une maturité de 20 ans. Ce taux s'établit à 0,16% au 31 octobre 2019.

2.4.3. Bêtas

Nous avons estimé les bêtas sur la base d'échantillons de sociétés cotées opérant dans le secteur des Paiements et de la Téléphonie.

Ils ont été déterminés à partir des rentabilités hebdomadaires sur un horizon de cinq ans d'un échantillon de sociétés cotées du secteur, en excluant celles dont le coefficient de corrélation (r^2) est inférieur à 20%.

Nous aboutissons ainsi à un bêta de 1,0x pour les Services Fintech et de 0,58x pour la Téléphonie. Ces bêtas sont proches de ceux déterminés par le Pr. Damodaran pour les activités « Information services »²⁴ et « Telecom Services »²⁵ en Europe et dans le monde.

Par ailleurs, indépendamment de ces calculs, un coefficient bêta proche de 1,0x pour les activités Fintech nous paraît cohérent dans la mesure où ce secteur est dépendant du niveau d'activité de l'ensemble des secteurs économiques.

Un coefficient bêta inférieur à 1,0x pour les activités de Téléphonie nous paraît également cohérent dans la mesure où la demande sous-jacente à ce secteur semble moins cyclique que l'ensemble des dépenses des particuliers.

2.4.4. Prime de risque marché

Différentes approches permettent d'estimer la prime de risque de marché. Il peut s'agir de primes de risque historiques, de primes de risque anticipées ou de consensus de primes de risque.

Les primes de risque anticipées calculées de manière instantanée ont été écartées en raison des inconvénients suivants :

- elles sont calculées à partir de modèles complexes tenant compte d'un grand nombre de paramètres, pour certains subjectifs, comme la définition de la période de prévision, les taux de croissance retenus dans les prévisions, le taux de croissance à long terme, les taux de distribution de dividendes... Il en résulte que les hypothèses prises en compte dans leur calcul ne sont pas forcément cohérentes avec celles utilisées dans le modèle de valorisation ;
- elles permettent de suivre l'évolution de l'aversion au risque des investisseurs mais ne correspondent pas nécessairement au taux de rendement supplémentaire attendu par des investisseurs en actions qui investissent sur le long terme, ce qui n'est pas le cas pour les arbitragistes et les gestionnaires de portefeuilles.

²⁴ Bêta désendetté corrigé de la trésorerie en janvier 2019 : 1,03 pour l'Europe et 0,98 pour le Monde.

²⁵ Bêta désendetté corrigé de la trésorerie en janvier 2019 : 0,52 pour l'Europe et 0,63 pour le Monde.

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

A ce titre, nous retenons une prime de risque du marché action de 5,5%, déterminée notamment sur la base des travaux de Dimson, Marsh et Staunton, de Robeco et du sondage du Swiss Finance Institute²⁶.

2.4.5. Prime de taille

Plusieurs travaux académiques démontrent que le rendement attendu sur des entreprises de petite taille serait supérieur à celui exigé par le MEDAF²⁷.

L'analyse des rendements historiques des entreprises cotées américaines par le cabinet Duff & Phelps aboutit à une estimation de la prime de taille de 3,39%²⁸.

L'application d'une telle prime au cas d'espèce nous paraît par ailleurs justifiée dans la mesure où la taille d'Afone Participations peut être une source de fragilité dans ses différentes activités (notamment dans ses relations avec SFR et face aux autres acteurs du Paiement à la surface financière souvent très supérieure).

²⁶ Sources : études d'Elroy Dimson, Paul Marsh et Mike Staunton, voir notamment « The Worldwide Equity Premium : a smaller puzzle », 7 avril 2006, « Equity Premia Around the World », 7 octobre 2011, et « Crédit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2017 » ; Robeco, « Expected Returns 2017 – 2021 », septembre 2016, L. Daalder ; Lilia Mukhlynina et Kjell G. Nyborg, janvier 2016, « The Choice of Valuation Techniques in Practice: Education versus Profession ».

²⁷ Plusieurs facteurs expliquent pourquoi le taux de rendement requis des fonds propres d'une entreprise de petite taille est supérieur à celui d'une entreprise de grande taille. Tout d'abord, compte tenu du manque de transactions sur les actions des sociétés de petite taille, le bêta calculé sur la base des méthodes économétriques usuelles sous-estime le bêta réel (Ibbotson, R.G., Kaplan, P.D., Peterson, J.D., Estimates of Small Stock Betas are Much Too Low, The Journal of Portfolio Management, vol. 23, 1997). Par ailleurs, les actionnaires des sociétés de petite taille supportent des coûts de liquidité (Amihud, Y., Mendelson, H., Asset Pricing and the bid-ask spread, Journal of Financial Economics, vol. 17, 1986) et un risque de liquidité plus importants (par exemple, Acharya, V.V., Pedersen, L.H., Asset Pricing with Liquidity Risk, Journal of Financial Economics, vol. 77, 2005). Enfin, les coûts d'accès à l'information ne peuvent être amortis que sur des montants investis plus limités (Lee, C.M.C., So, E.C., Alphanomics: The Informational Underpinnings of Market Efficiency, Foundations and Trends in Accounting, Vol. 9 n°2-3, 2015).

²⁸ Source : « 2019 Valuation Handbook – Guide to Cost of Capital » – Duff & Phelps – Prime associée aux entreprises du troisième tercile (« Micro-Cap »).

2.4.6. Taux d'actualisation retenu

Nous obtenons un taux d'actualisation de **9,00%**²⁹ pour les activités Fintech et **6,75%**³⁰ pour les activités de Téléphonie, qui correspondent à notre estimation du coût des fonds propres à dette nulle à la Date d'Evaluation.

Comme il est d'usage, nous avons complété les calculs par une analyse de la sensibilité de la valeur du Groupe au taux d'actualisation.

Le taux d'actualisation moyen de ces deux activités ressort dans nos travaux à **7,9%**. Ce niveau est cohérent avec le taux d'actualisation utilisé par le Groupe dans le cadre de ses tests de dépréciation à fin 2018, lequel s'établit à 8,0%.

2.5 Conclusion sur la valeur

Nos analyses de valeurs ont conduit à estimer une Valeur d'Entreprise de l'ensemble des activités du Groupe de **28,8 M€**.

Cette valeur se répartit entre les activités de la façon suivante :

- Téléphonie Mobile : 40,9 M€ ;
- Fintech (Monétique + Paiement y.c. frais de R&D) : 6,5 M€ ;
- Fixe et Wifi : 0,6 M€ ;
- Valeur négative des charges de Holding (hors R&D) : -19,2 M€.

Le tableau ci-après présente le passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur par action :

Passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur par action d'Afone Participations

En M€ (sauf mention spécifique)	31/10/2019
Valeur d'Entreprise	28,8
Ajustements	14,8
Valeur des capitaux propres	43,6
Nombre d'actions	3 706 538
Valeur par action (€)	11,8

Après prise en compte des éléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des capitaux propres, la valeur par action ressort à 11,8 €.

²⁹ $0,16\% + 5,5\% \times 1,00 + 3,39\% = 9,05\%$, arrondi à 9,00%

³⁰ $0,16\% + 5,5\% \times 0,58 + 3,39\% = 6,74\%$, arrondi à 6,75%

Nous avons mené les analyses de sensibilité suivantes :

- +/- 0,5% sur les taux d'actualisation et +/-0,5% sur le taux de croissance à l'infini ;
- +/- 1,0% sur le taux de marge normative d'EBIT de l'activité Mobile et +/-1,0% sur le taux de croissance à long terme de cette activité ;
- +/- 1,0% sur le taux de marge normative d'EBIT de l'activité Paiement et +/-1,0% sur le taux de croissance à long terme de cette activité.

Sensibilité de la Valeur par action aux taux d'actualisation et au taux de croissance à l'infini

		Coût du capital				
		-1,00 %	-0,50 %	-	+0,5 %	+1,0 %
Taux de croissance à l'infini	+1,0 %	13,6	13,0	12,4	11,9	11,4
	+0,5 %	13,2	12,6	12,1	11,6	11,2
	-	12,8	12,3	11,8	11,3	10,9
	-0,50 %	12,5	11,9	11,5	11,1	10,7
	-1,00 %	12,1	11,7	11,2	10,9	10,5

Sensibilité de la Valeur par action aux taux de marge d'EBIT de l'activité Mobile et au taux de croissance à l'infini de l'activité Mobile

		Taux de marge d'EBIT / Activité Mobile				
		13,00 %	14,00 %	15,00 %	16,00 %	17,00 %
Taux de croissance à l'infini	1,00 %	13,2	13,7	14,2	14,8	15,3
	0,00 %	11,9	12,3	12,8	13,2	13,6
	-1,00 %	11,0	11,4	11,8	12,1	12,5
	-2,00 %	10,4	10,7	11,0	11,3	11,6
	-3,00 %	9,8	10,1	10,4	10,7	11,0

Sensibilité de la Valeur par action aux taux de marge d'EBIT de l'activité Paiement et au taux de croissance à l'infini de l'activité Paiement

		Taux de marge d'EBIT / Activité Paiement				
		8,00 %	9,00 %	10,00 %	11,00 %	12,00 %
Taux de croissance à l'infini	3,50 %	11,7	12,3	12,9	13,5	14,1
	2,50 %	11,2	11,7	12,2	12,8	13,3
	1,50 %	10,9	11,3	11,8	12,2	12,6
	0,50 %	10,7	11,0	11,4	11,8	12,2
	-0,50 %	10,5	10,8	11,1	11,5	11,8

3. Références de valeur

3.1 Conditions financières de l'offre publique de rachat d'actions réalisée en juillet et août 2018

Nous rappelons que l'offre publique de rachat d'actions de juillet-août 2018 a été réalisée au prix de 9,20 euros par action.

A l'issue de cette offre, le Groupe a acquis 794 714 actions, soit 79,5% des actions proposées au rachat (l'offre était limitée à 1 000 000 actions).

Le succès de cette offre et le maintien de la stratégie du Groupe depuis rendent pertinente cette référence de prix.

Nous rappelons par ailleurs que depuis la clôture de l'OPRA, la Société a versé des dividendes d'un montant cumulé de 0,74 euros par action.

De surcroît, nous rappelons que les indices boursiers Stoxx Europe 600 et le CAC40 n'ont que faiblement évolué depuis l'annonce des résultats de cette OPRA : +0,4% pour le Stoxx Europe 600 et +2,5% pour CAC 40³¹.

3.2 Conditions d'acquisition par la Société de ses propres actions postérieurement à l'offre de juillet-août 2018

La Société nous a par ailleurs indiqué avoir acquis sur le marché, depuis la clôture de l'OPRA de juillet-août 2018, un total de 143 074 actions pour un prix compris, pour chaque transaction, entre 11,5 euros et 12,4 euros par action.

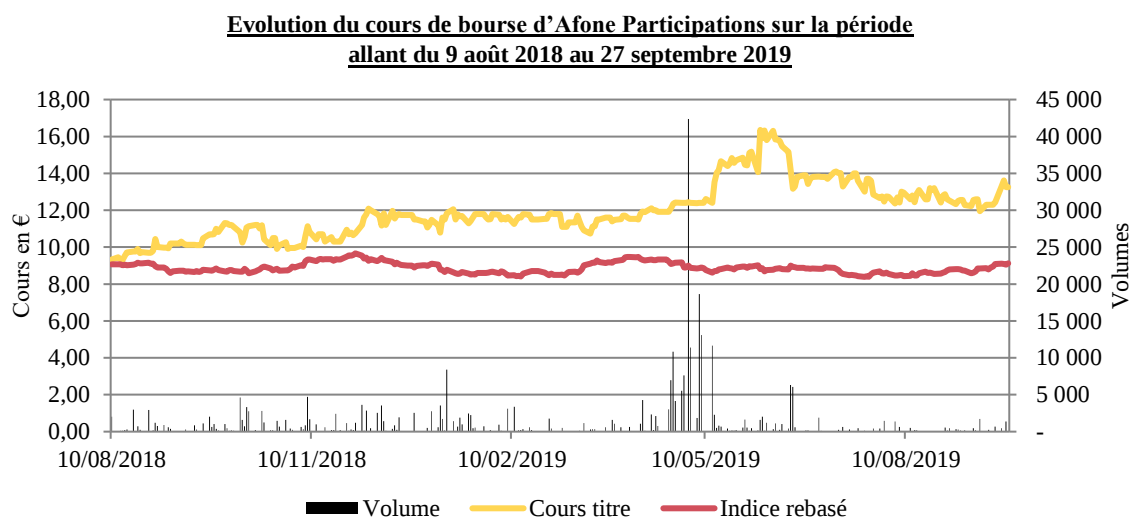
3.3 Référence au cours de bourse

Les actions du Groupe sont admises aux négociations sur le compartiment C du marché d'Euronext Paris.

Nous avons analysé l'évolution du cours de bourse entre le 9 août 2018, date de publication des résultats définitifs de l'offre de juillet-août 2018 et le 27 septembre 2019, date de l'annonce, post clôture des marchés, du projet d'OPR-RO.

³¹ Evolution entre le 09/08/2018 et le 27/09/2019.

Le graphique suivant présente l'évolution du cours de l'action Afone Participations, ainsi que les volumes échangés entre le 9 août 2018 et le 27 septembre 2019.



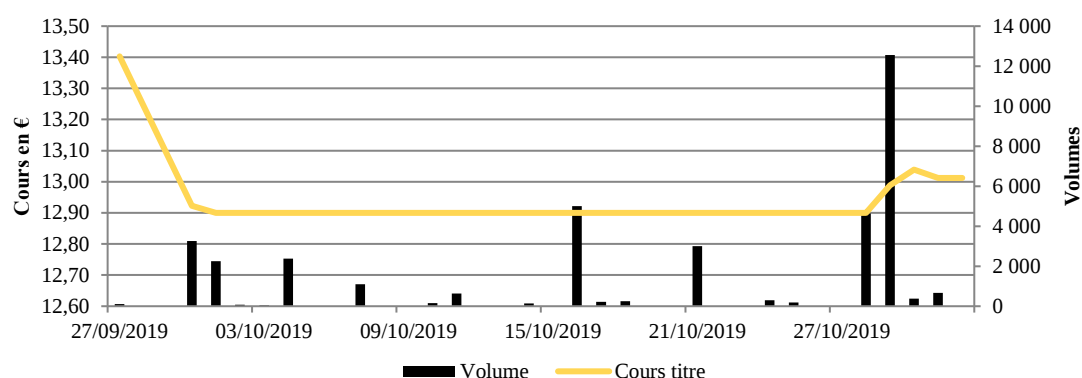
Source : Bloomberg.

Entre le 9 août 2018 et le 27 septembre 2019 inclus, le cours moyen journalier pondéré par les volumes s'est établi entre 9,2 euros et 16,4 euros. Sur la même période, 324 827 titres ont été échangés correspondant à 7,9% du nombre d'actions total et 91,9% du flottant³².

³² Sur la base de l'actionnariat au 31/08/2019.

A titre d'information, depuis l'annonce de l'offre le 27 septembre 2019, le cours moyen journalier pondéré par les volumes s'est élevé à 12,9 euros³³. Les évolutions du cours et des volumes sont présentées dans le graphique ci-dessous :

Evolution du cours de bourse d'Afone Participations depuis l'annonce de l'OPR-RO le 27 septembre 2019



Source : Bloomberg.

Le tableau ci-dessous présente les cours moyens pondérés par les volumes, en spot, sur 1 mois, sur 3 mois, sur 6 mois et sur 12 mois et depuis la fin de l'OPRA et les nombres moyens et cumulés d'actions échangées sur les différentes périodes :

Analyse du cours de bourse après l'OPRA de juillet-août 2018

Période	Date de début	Date de fin	Cours moyen pondéré par les volumes (€)	Cours le plus haut (€)**	Cours le plus bas (€)**	Nombre moyen d'actions échangées	En % du nombre d'actions total*	En % du flottant*	Nombre cumulé d'actions échangées	En % du nombre d'actions total*	En % du flottant*
Spot***	27/09/2019		13,5								
1 mois	28/08/2019	27/09/2019	12,6	13,6	11,9	325	0,01%	0,09%	7 480	0,18%	2,12%
2 mois	29/07/2019	27/09/2019	12,6	13,6	11,9	279	0,01%	0,08%	12 567	0,31%	3,55%
3 mois	28/06/2019	27/09/2019	12,8	14,1	11,9	256	0,01%	0,07%	16 878	0,41%	4,77%
6 mois	28/03/2019	27/09/2019	12,7	16,4	11,4	1 544	0,04%	0,44%	199 148	4,87%	56,32%
12 mois	28/09/2018	27/09/2019	12,2	16,4	9,9	1 193	0,03%	0,34%	304 247	7,44%	86,04%
Depuis fin OPRA	08/08/2018	27/09/2019	12,0	16,4	9,2	1 116	0,03%	0,32%	324 827	7,94%	91,9%

Source : Bloomberg au 31/10/2019

Notes * : Sur la base de l'actionnariat au 31/08/2019. ** Cours moyen pondéré par les volumes. *** : Cours de clôture au 27/09/2019.

Le flottant, qui représentait 26,3% du capital au 6 avril 2018³⁴, représente moins de 10,0% du capital depuis l'OPRA. A titre de comparaison, pour être admise à l'un des trois

³³ Sur la période allant du 30 septembre 2019 au 31 octobre 2019.

³⁴ Note d'information OPRA juillet-août 2018.

compartiments du marché réglementé Eurolist (A, B et C), une société doit avoir un flottant qui représente au moins 25% du capital, ou 5% si la diffusion de titres représente un montant d'au moins 5 M€³⁵.

Nous indiquons par ailleurs que les volumes totaux avant l'OPRA ressortaient à 621 018 actions échangées³⁶ contre un niveau deux fois moins important après l'OPRA³⁷, conséquence notamment de la réduction du flottant qui est passé de 26,3% du capital à 9,9% du capital.

La liquidité du titre apparaît donc très restreinte, limitant la pertinence de cette référence pour l'analyse de la valeur des actions, en particulier lorsque l'on se réfère à des références de cours ne prenant pas en compte les volumes échangés.

³⁵ Bourse : la cotation en pratique, NYSE Euronext, 4 juin 2010.

³⁶ Entre le 12/07/2017 et le 11/07/2018.

³⁷ 304 505 actions sur une période de 12 mois.

V. ACCORDS CONNEXES A L'OFFRE

Aucun accord connexe (article 261-1 du règlement général de l'AMF, 4^{ème} alinéa) susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation du prix de l'Offre n'a été porté à notre attention.

VI. IMPACTS FINANCIERS LIES A L'OPERATION

Il nous a été indiqué qu'aucune synergie, notamment fiscale, n'est attendue de l'opération par les Initiateurs.

Par ailleurs, d'après les estimations communiquées par la Société, les coûts annuels de cotation s'élèvent, avant impôt et pour un exercice sans évènement particulier, à 200 K€.

En retenant un taux d'IS de 25,83%, un taux d'actualisation de 7,9% et un taux de croissance à long terme de 1,5%³⁸, la valeur actuelle des économies de coûts de cotation, calculée par capitalisation des économies annuelles, peut être estimée à 0,6 euro par action.

Ces économies de coûts seront néanmoins compensées, en tout ou partie, par le fait que l'Initiateur ne bénéficiera plus, après le retrait de cote, des avantages liés à la cotation (visibilité, capacité à lever des capitaux sur les marchés boursiers, possibilité de céder une partie des titres...).

³⁸ Soit un ensemble de taux identiques à ceux retenus pour évaluer les frais de holding.

VII. ANALYSE DES ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX D'OFFRE DES ACTIONS PAR L'ETABLISSEMENT PRESENTATEUR

Le projet de notre d'information conjointe intègre les éléments d'appréciation, par SODICA ECM (« SODICA »), agissant pour le compte de LCL, banque présentatrice de l'Offre, du prix d'Offre de 13,0 euros par action. SODICA nous a également communiqué un rapport d'évaluation détaillant l'évaluation conduite.

1. Méthodes d'évaluation

1.1 Approche générale

SODICA met en œuvre, comme Sorgem Evaluation, une approche par la somme des parties, fondée sur une analyse DCF de la valeur de chacun des pôles.

Cette analyse est fondée (i) sur les plans d'affaires 2019-2022 établis par la Société et (ii) une extrapolation par SODICA de l'horizon prévisionnel sur trois ans (cinq ans pour Sorgem Evaluation).

Comme Sorgem Evaluation, SODICA ne retient pas les méthodes analogiques (comparables boursiers et transactions comparables).

1.2 Décomposition du Groupe en Business Units

SODICA a analysé la valeur du pôle Fintech au global, alors que nous avons évalué séparément les pôles Monétique et Paiement.

Par ailleurs, nous avons réintégré à l'activité Paiement les charges de R&D supportées par la Holding (qui seront dédiées à cette activité dans les années à venir) alors que SODICA a maintenu ces charges dans la BU Mobile et Holding, conformément au reporting historique de la Société.

Concernant les activités Mobile et les frais de Holding, SODICA a apprécié la valeur globale de ces deux pôles, dans la mesure notamment où l'entité juridique Afone Participations, qui supporte les frais de Holding, participe également à l'activité Mobile du Groupe. De notre côté, nous avons évalué séparément ces deux ensembles, en excluant, comme expliqué ci-dessus, les frais de R&D de la BU Holding.

1.3 Comparaison des résultats

Dans le scénario central de SODICA, la valeur par action ressort à 9,8 euros contre 11,8 euros dans nos travaux.

En retenant l'affectation par BU retenue par SODICA, ces deux valeurs se décomposent comme suit :

En M€	SORGEM	SODICA
Services Fintech	17,0	14,5
Téléphonie Mobile & Holding	11,2	14,9
Téléphonie Fixe	0,6	0,6
Valeur d'Entreprise	28,8	30,0
Décote de HOLDING	NA	15%
Valeur d'Entreprise après décote	28,8	25,5
Trésorerie nette	14,8	11,0
Valeur des FP avant décote	43,6	36,5
Nb. D'actions (m)	3,71	3,71
Valeur par action	11,8 €	9,8 €

1.4 Activités Fintech

Avant décote de holding, SODICA retient une valeur du pôle Fintech de 14,5 M€ contre 17,0 M€ dans nos travaux.

L'écart de -2,5 M€ (-0,7 euro par action) s'explique principalement par un taux d'actualisation supérieur chez SODICA, que compensent en partie des taux de marge normatifs supérieurs à ceux de Sorgem Evaluation, les taux de croissance à long terme étant en moyenne du même ordre³⁹.

1.4.1. Taux d'actualisation

SODICA retient un taux d'actualisation de 11,37%, supérieur de 2,4 points au nôtre (9,00%).

³⁹ SODICA retient un taux de croissance de 1,0% pour l'ensemble du pôle. Nous retenons pour le Paiement un taux de +1,5% et pour la Monétique un taux négatif de -2,0%, ce qui conduit, compte tenu du mix activités en fin d'horizon prévisionnel, à un taux de croissance à long terme moyen comparable à l'hypothèse SODICA.

La différence de taux réside dans la prise en compte par SODICA :

- d'un taux sans risque français à 30 ans de 0,75%, supérieur de 0,6 point de pourcentage au taux à 20 ans que nous retenons (0,2%) ;
- d'une prime de risque de marché de 9,74%, supérieure de 0,8 point à celle que nous retenons (8,9% en intégrant la prime de taille) ;
- d'un coefficient beta de 1,09x, supérieur de 9% au nôtre (1,00x), soit un effet de 1,0 point de taux d'actualisation environ en considérant la prime de marché retenue par SODICA.

La prise en compte, dans notre analyse, du taux d'actualisation de SODICA conduirait à une valeur de 11,8 M€ contre 17,0 M€ retenus.

1.4.2. Taux de marge d'EBIT normatif

SODICA retient un taux de marge d'EBIT normatif de 11,4% pour l'ensemble du pôle alors que les hypothèses que nous retenons par BU conduisent à un taux de marge moyen inférieur.

La prise en compte, dans notre analyse, du taux d'actualisation et du taux de marge normatif de SODICA, conduirait à une valeur de 16,3 M€, soit un écart d'environ 10% avec celle de SODICA (14,5 M€).

Les différences de taux d'actualisation, compensées en partie par des différences de taux de marge normatif, expliquent donc l'essentiel de l'écart de valeur du pôle Fintech entre nos travaux et ceux de SODICA.

1.5 Activités Mobile et Holding

Avant décote de holding, SODICA retient une valeur du pôle Mobile et Holding de 14,9 M€ contre 11,2 M€ dans nos travaux.

L'écart de +3,7 M€ (+1,0 euro par action) s'explique principalement par un taux de marge normatif et un taux de croissance à long terme supérieurs chez SODICA, compensés en partie par un taux d'actualisation inférieur chez Sorgem Evaluation.

1.5.1. Taux d'actualisation

SODICA retient pour la BU Mobile et Holding un taux d'actualisation de 10,62%, supérieur de 3,9 points à celui que nous retenons pour la seule activité Mobile (6,75%).

La différence de taux réside dans la prise en compte par SODICA :

- d'un taux sans risque français à 30 ans de 0,75%, supérieur de 0,6 point de pourcentage au taux à 20 ans que nous retenons (0,2%) ;
- d'une prime de risque spécifique de 5,0% (alors que nous n'en retenons pas) ;
- d'une prime de risque de marché pondéré par le coefficient beta de 4,9%, inférieure de 1,7 pt à celle que nous retenons (6,6% en intégrant la prime de taille), compensant en partie les deux effets précédents.

Notons par ailleurs que le taux de 10,62% retenu par SODICA pour actualiser les frais de Holding au sein de la BU Mobile et Holding est supérieur à ceux que nous retenons (i) pour évaluer les frais de R&D au sein de l'activité Paiement (9,0%) et (ii) pour évaluer les autres frais de Holding dans une BU distincte (7,9%).

La prise en compte, dans notre analyse, du taux d'actualisation de SODICA conduirait à une valeur de 6,3 M€ contre 11,2 M€ retenus.

1.5.2. Taux de croissance à long terme

Nous retenons pour l'activité Mobile un taux de croissance à long terme négatif de -1% et un taux positif de +1,5% pour les charges de Holding, à comparer à un taux unique de +0,5% retenu par SODICA.

Il peut être considéré que la prudence que nous avons introduite dans la croissance à long terme de l'activité Mobile, destinée à refléter les risques qui y sont attachés, a été, côté SODICA, prise en compte à travers un taux d'actualisation plus élevé (via notamment une prime de risque spécifique).

La prise en compte, dans notre analyse, du taux d'actualisation de SODICA conduirait à une valeur de 9,9 M€.

1.5.3. Taux de marge d'EBIT normative

SODICA retient un taux de marge d'EBIT normatif de 8,5% pour l'ensemble du pôle alors que les hypothèses que nous retenons par BU conduisent à un taux de marge moyen inférieur.

La prise en compte, dans notre analyse, du taux d'actualisation, du taux de croissance à long terme et du taux de marge normatif de SODICA, conduirait à une valeur de 15,4 M€ proche de celle de SODICA (14,9 M€).

Les différences de taux de croissance à long terme et de taux de marge normatif, compensées en partie par la différence de taux d'actualisation, expliquent donc l'essentiel de l'écart de valeur du pôle Mobile et Holding entre nos travaux et ceux de SODICA.

1.6 Activité Fixe

La valeur retenue par SODICA (0,6 M€) est la même que la nôtre et n'appelle pas de commentaires particuliers.

1.7 Synthèse sur la Valeur d'Entreprise avant décote de Holding

Avant prise en compte d'une décote de holding, la Valeur d'Entreprise retenue par SODICA ressort au global à 30,0 M€ contre 28,8 M€ dans nos travaux, soit un écart limité à 1,2 M€ correspondant à 0,3 euro par action, avec, activité par activité, des écarts inférieurs ou égaux à 1,0 euro par action.

De manière générale, l'approche que nous avons retenue a consisté à prendre en compte dans la croissance et les marges à long terme les risques attachés aux différentes activités quand SODICA semble avoir pris en compte ces risques principalement dans les taux d'actualisation.

1.8 Décote de holding

SODICA a appliqué à la Valeur d'Entreprise globale une décote de holding de 15%, afin de tenir compte notamment de la diversification des activités développées par le Groupe.

Nous considérons que la prise en compte d'une décote de holding pour évaluer Afone Participations peut être justifiée, en particulier pour la raison invoquée par SODICA.

Nous avons néanmoins décidé, par prudence, de ne pas prendre en compte une telle décote.

Nous notons par ailleurs que le niveau de 15% retenu par SODICA semble raisonnable dans la mesure où (i) il est inférieur aux différentes références de marché⁴⁰ et (ii) il est appliqué à la Valeur d'Entreprise et non à la valeur des fonds propres, supérieure chez Afone Participations à la Valeur d'Entreprise du fait d'une trésorerie nette positive.

1.9 Passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des fonds propres et à la valeur par action

SODICA ajuste la Valeur d'Entreprise d'un montant positif de +11,0 M€, inférieur de – 3,8 M€ (–1,0 euro par action) au montant de +14,8 M€ que nous retenons.

Cet écart s'explique principalement par la prise en compte, en dette financière par SODICA, de dépôts et cautionnements reçus pour un montant de –2,6 M€ et que nous avons considérés comme une dette d'exploitation et non une dette financière.

Le nombre d'actions considéré par SODICA (3,703 millions), fondé sur des données au 31 octobre, est par ailleurs très proche du nôtre (3,707 millions), fondé sur des données au 30 juin 2019, en cohérence avec la date de détermination de la trésorerie nette.

⁴⁰ Cf. notamment le Groupe de travail de la Société Française des Evalueurs (SFEV) : Primes et décotes dans le cadre des évaluations financières (2018), § 4.1 pages 38-41, qui indique (i) « que les analyses réalisées jusqu'en 2003 - 2004 sur des panels de sociétés holding cotées concluaient à des décotes de holding variant entre 20% et 50%, avec des moyennes entre 30% et 35% », (ii) « qu'une étude réalisée en 2011 par HSBC Global Research portant sur la période 2002 – 2010 confirmait ces ordres de grandeur moyens avec une forte baisse dans les années 2004 à 2007, puis une reconstitution brutale dès début 2008 » et (iii) « qu'une étude récente sur leur évolution de 2009 à 2016, calculée sur un échantillon de 18 valeurs européennes, par référence aux ANR publiés par les entreprises ou estimés par les analystes, confirme des décotes variant entre 30% et 35% de l'ANR »

2. Références d'évaluation

Comme Sorgem Evaluation, SODICA a retenu la référence au cours de bourse d'Afone Participations. Les calculs conduits par SODICA et les périodes de référence retenues n'appellent pas de commentaires particuliers.

Nous rappelons par ailleurs que nous avons également considéré, en plus du cours de bourse, d'autres références (termes de l'OPRA et achat par la Société de titres sur le marché) que SODICA ne reprend pas dans son analyse.

VIII. COURRIERS REÇUS D'ACTIONNAIRES MINORITAIRES

1. Courriel reçu d'un actionnaire minoritaire

Le 2 octobre 2019, nous avons reçu un courrier électronique, rédigé en anglais, d'une personne se présentant comme actionnaire minoritaire d'Afone Participations.

Cette personne considère que le prix de 13,0 euros sous-évalue significativement la valeur d'Afone Participations.

Selon ses calculs, le prix de 13,0 euros implique une valeur des fonds propres, sur la base de 3,7 millions d'actions, de 48,14 M€, soit, en retenant une position nette de trésorerie de 15,07 M€, une Valeur d'Entreprise de 33,07 M€.

En appliquant un multiple de 7,0x (non documenté par cet actionnaire) au résultat opérationnel moyen de META L'FONE sur les exercices 2015 à 2018 (10,08 M€ à 100%), il retient une Valeur d'Entreprise de 70,56 M€, soit 35,28 M€ en quote-part pour le Groupe, correspondant à un niveau déjà supérieur à la Valeur d'Entreprise totale induite par le prix d'Offre (33,07 M€).

Nous précisons à ce titre que notre estimation de l'ensemble de l'activité Mobile du Groupe ressort à 40,9 M€, soit un niveau supérieur à ce montant de 35,28 M€.

L'approche, par cet actionnaire, de la valeur totale du Groupe, qui consiste à considérer que celle-ci devrait être au moins égale à la Valeur d'Entreprise de META L'FONE, est en réalité erronée. Il oublie en effet de prendre en compte la valeur – négative – des frais de structure, qui ressort dans nos travaux, hors frais de R&D affectés à l'activité paiement, à -19,2 M€, et dont une partie significative pourrait être affectée à l'activité Mobile, dans la mesure notamment où le chiffre d'affaires consolidé de cette activité constitue près de la moitié du CA total avant élimination inter-secteurs (20,9 M€ sur 44,0 M€ en 2018⁴¹).

Concernant l'activité de paiement, cet actionnaire considère que celle-ci vaut au minimum 14,6 M€, soit environ une année de chiffre d'affaires. L'actionnaire fait référence au côté attractif du secteur pour les investisseurs, en lien notamment avec la valeur boursière de certaines sociétés cotées et les conditions financières de certaines transactions du secteur.

⁴¹ Etant rappelé que le CA consolidé de l'activité Mobile est constitué pour l'essentiel de CA réalisé avec META L'FONE (revente de données et minutes), dont le CA n'est lui-même pas inclus dans le CA consolidé (la société est mise en équivalence)

Nous renvoyons à ce titre à la section **IV.1**, dans laquelle nous présentons les raisons qui nous ont conduits à exclure les méthodes analogiques de notre analyse.

Nous rappelons également que l'activité « Fintech » du Groupe est aujourd'hui réalisée quasi-intégralement à travers (i) la location de terminaux de paiements et (ii) la compensation de paiements (activité à faible valeur ajoutée, très concurrentielle et, pour le Groupe, fortement dépendante d'un parc de TPE lui-même en attrition). Les activités aujourd'hui fortement valorisées par le marché concernent en réalité les paiements en ligne, sur lesquels la Société nourrit certes des ambitions importantes mais ne réalise aujourd'hui que très peu de chiffre d'affaires.

2. Courrier d'un actionnaire minoritaire adressé au Conseil d'administration de la Société

Nous avons eu communication, par un actionnaire minoritaire, d'un courrier, daté du 4 novembre 2019, que celui-ci a adressé au Conseil d'administration de la Société.

Dans la première partie du courrier, l'actionnaire indique considérer que la valeur du Groupe ne peut pas s'inscrire en-dessous d'une fourchette de valeurs par action comprises entre 16,24 euros et 19,39 euros.

Il n'a pas été possible d'analyser le bien-fondé des analyses sous-tendant ces chiffres, dans la mesure où ceux-ci reposent sur un certain nombre d'éléments non documentés, notamment :

- un multiple de Valeur d'Entreprise / Résultat Opérationnel Courant pour META LFONE compris entre 8x et 10x qui conduit à une Valeur d'Entreprise, en quote-part pour le Groupe, comprise entre 47 M€ et 58 M€ ;
- une valeur de l'activité Monétique comprise entre 16 M€ et 20 M€.

Nous précisons par ailleurs que cette analyse ne semble pas prendre en compte la valeur – négative – des frais de structure.

Dans une seconde partie, l'actionnaire fait référence à de supposés biais méthodologiques qu'il aurait constatés lors des travaux d'évaluation menés dans le cadre de l'OPRA de juillet-août 2018.

Ces éléments, qui ne concernent pas directement Sorgem Evaluation dans la mesure où nous ne sommes pas intervenus lors de cette opération, appellent néanmoins les commentaires suivants :

- Sur l'approche, présentée comme multicritères, qui excluait pourtant les méthodes analogiques
 - > Dans le cadre de l'OPR-RO, nous avons également exclu les méthodes analogiques (cf. la section **IV.1** qui en développe les raisons) ;
 - > Nous précisons néanmoins que notre approche est bien multicritères dans la mesure où, en plus de la méthode DCF, plusieurs références de valeur sont retenues.
- Sur la prise en compte d'une décote de holding de 15% qui serait contestable
 - > Nous précisons que, dans le cadre de nos travaux, nous n'avons pas pris en compte de décote de holding ;
- Sur le taux d'actualisation, qui aurait été « gonflé » par des primes de risque spécifiques, notamment liées à des historiques de baisse d'activité et de rentabilité et qui auraient fait doublon avec le caractère prétendument conservateur des plans d'affaires
 - > Nous précisons que, dans le cadre de nos travaux, nous n'avons pas pris en compte de primes de risque spécifiques liées au plan d'affaires ;
 - > Nous rappelons que les taux d'actualisation que nous avons retenus, de 7,9% en moyenne sur les activités Telecom et Fintech, sont en ligne avec le taux unique de 8,0% utilisé par la Société dans le cadre des tests d'impairment menés fin 2018.
- Sur les plans d'affaires utilisés à l'époque, qui auraient été particulièrement « alarmistes / conservateurs »
 - > Dans le cadre de nos travaux, nous avons pu apprécier le caractère raisonnable des différents plans d'affaires, lesquels nous ont notamment semblé refléter les risques et opportunités des différentes activités du Groupe.

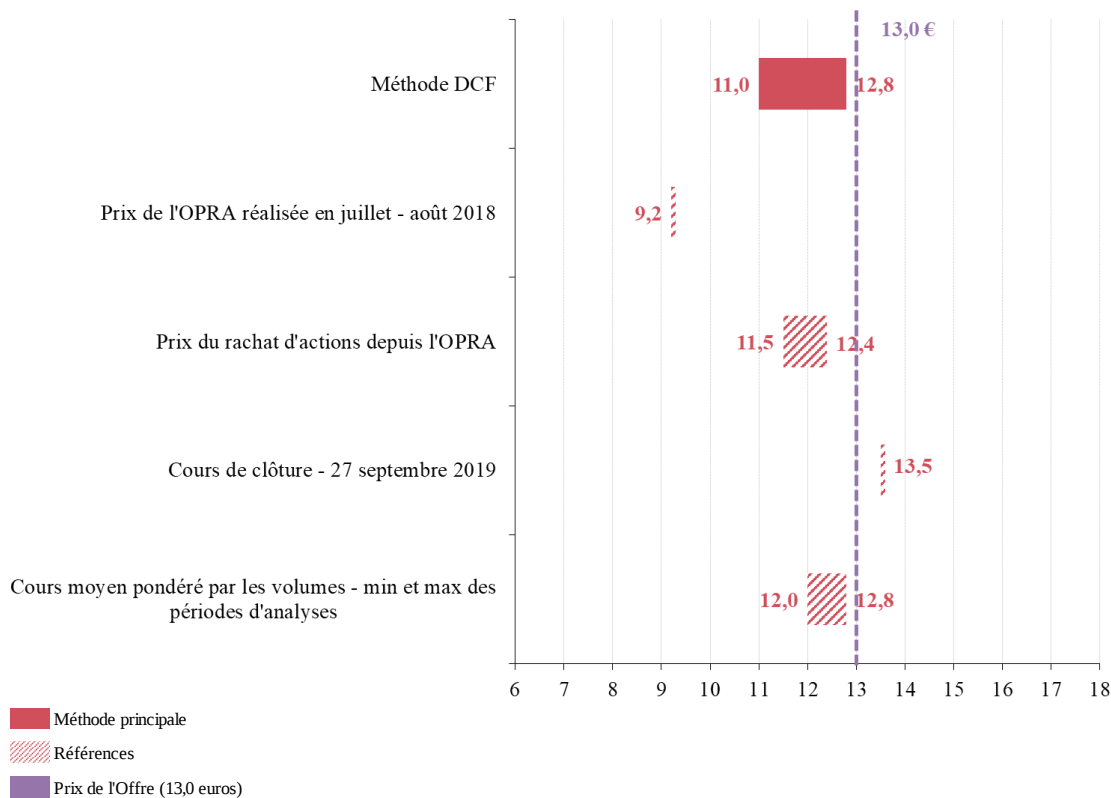
IX. CONCLUSION SUR LE CARACTERE EQUITABLE DE L'OFFRE

Nous avons été désignés par le conseil d'administration d'Afone Participations le 26 septembre 2019 en application de l'article 261-1 I et II du Règlement général de l'AMF.

Au regard du contexte de l'Offre, du profil des Initiateurs et de ses intentions annoncées vis-à-vis de la Société, notre conclusion est rendue au regard des considérations suivantes :

- l'actionnaire minoritaire est libre d'apporter ou non ses actions à l'OPR. Ses actions non apportées seront en revanche nécessairement transférées à l'Initiateur si le retrait obligatoire (RO) est mis en œuvre, ce qui sera le cas en l'espèce : l'Initiateur détenant, avant l'Offre, plus de 90% des droits de vote, il pourra procéder au retrait de cote quels que soient les résultats de l'Offre ;
- aucun accord connexe (article 261-1 du règlement général de l'AMF, 4^{ème} alinéa) susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation du prix de l'Offre n'a été porté à notre attention ;
- aucune synergie n'est attendue de l'opération par les Initiateurs et la valeur actuelle des économies de coûts de cotation est limitée.

La synthèse des résultats de nos travaux d'évaluation d'Afone Participations est présentée ci-dessous (en € / action).



Ainsi, le prix d'Offre de 13,00 euros :

- est supérieur de 10% à la valeur centrale et de 1,6% à la borne haute de notre analyse DCF ;
- est supérieur de plus de 41% au prix de 9,20 euros correspondant aux conditions financière de l'OPRA réalisée en juillet-août 2018, à l'issue de laquelle la Société avait acquis près de 80% des titres visés ;
- est supérieur de près de 5% au prix maximum de 12,4 euros payé par la Société pour acquérir ses propres titres sur le marché depuis la clôture de l'OPRA de juillet-août 2018 (143 074 actions acquises au total) ;
- est certes inférieur au cours de clôture pré-annonce (13,5 euros) mais est supérieur à l'ensemble des moyennes de cours (pondérées par les volumes) considérées (un, deux, trois, six et douze mois à la date d'annonce ainsi que la moyenne depuis la fin de l'OPRA), étant par ailleurs indiqué que nous considérons comme limitée la

pertinence du cours de bourse du fait de volumes d'échanges faibles et en diminution significative depuis la clôture de l'OPRA.

Dans ces conditions, nous considérons donc que le prix de 13,00 € par action proposé dans le cadre de l'Offre est équitable pour les actionnaires de la Société.

Fait à Paris, le 8 novembre 2019

Pour Sorgem Evaluation



Thomas Hachette
Associé

Annexes

1. Programme de travail

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

- Analyse du contexte de l'Offre ;
- Analyse des comptes consolidés du Groupe sur les trois derniers exercices ;
- Entretiens avec le Management sur les points suivants :
 - > Description des activités de la Société, de ses marchés et de l'environnement concurrentiel,
 - > Présentation et explication des circonstances de la performance historique,
 - > Présentation du plan d'affaires ;
- Mise en œuvre d'une approche multicritère pour l'évaluation du Groupe ;
 - > Evaluation de la Société par la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie,
 - > Analyse de la liquidité et de l'évolution du cours de bourse ;
- Analyse des différentes méthodes d'évaluation mises en œuvre par l'Etablissement présentateur dans le cadre des éléments d'appréciation du prix d'Offre ;
- Entretien avec les administrateurs indépendants ;
- Rédaction d'un projet de rapport d'expertise indépendante ;
- Revue indépendante ;
- Rédaction du présent rapport d'expertise indépendante.

2. Liste des personnes rencontrées ou contactées

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

Afone Participations

Eric DURAND-GASSELIN : Administrateur et Directeur Général Délégué de la société Afone Participations

Jean-Brice HERY : Directeur Administratif et Financier

Administrateurs indépendants de la société Afone Participations

Marie ROBIN

Vincent KEMMOUN

SODICA (Etablissement présentateur)

Pascal RENAULT : Directeur d'Affaires de SODICA ECM Mid-caps

Johann NAVARRO : Directeur de mission de SODICA ECM

King & Spalding LLP (Conseil juridique)

Laurent BENSAID : Avocat Associé

3. Informations et documents utilisés

Documents	Source
Comptes consolidés de Afone Participations	Afone Participations
Comptes sociaux des filiales	Afone Participations
Plans d'affaires par sociétés	Afone Participations
Plans d'affaires par BU	Afone Participations
Procès-verbaux du conseil d'administration	Afone Participations
Projet de note d'information conjointe	SODICA / Conseils juridiques
Rapport d'évaluation de l'Etablissement présentateur	SODICA
Note d'information relative à l'OPRA de juillet-août 2018 notamment le rapport de l'Expert indépendant Advolis	AMF
Note d'information relative à l'OPRA de juillet-août 2018 notamment les éléments d'appréciation du prix de l'offre par SODICA	AMF
Données de marché (cours de bourse)	Bloomberg, Thomson Eikon
Analyse de marché	Xerfi

4. Calendrier de l'étude

- Etablissement d'une lettre de mission : 22 juillet 2019.
- Désignation de Sorgem Evaluation comme expert indépendant par le conseil d'administration : 24 septembre 2019.
- Recueil de l'information requise pour apprécier l'équité de l'opération, réalisation des travaux d'analyse, échanges avec la Société et l'Etablissement présentateur et rédaction du projet de rapport : du 22 juillet au 7 novembre 2019.
- Obtention de lettres d'affirmation et remise de la version finale de notre rapport : 8 novembre 2019.

5. Rémunération

Le montant des honoraires forfaitaires perçus par Sorgem Evaluation au titre de la présente mission s'élève à environ 60 000 euros hors taxes.

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

Le conseil d'administration de la Société s'est réuni le 8 novembre 2019 sous la présidence de M. Philip Fournier, Président-Directeur Général de la Société, afin d'examiner le projet d'offre publique de retrait et de rendre un avis motivé sur l'intérêt et les conséquences de l'Offre, et de la procédure de retrait obligatoire, pour la Société, ses actionnaires et ses salariés. L'ensemble des membres du conseil d'administration était présent ou représenté et a pris part au vote.

Le conseil d'administration, à l'unanimité, 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 conjointe qui lui a été soumis, (ii) des travaux d'évaluation menés par Sodica ECM et (iii) du rapport du cabinet Sorgem Evaluation, représenté par Monsieur Thomas Hachette nommé en qualité d'expert indépendant en application de l'article 261-1 I et II du règlement général de l'AMF, et après en avoir délibéré, constate ainsi que :

- l'Offre s'inscrit dans une démarche de retrait de la cotation de la Société, la cotation n'étant plus considérée comme pertinente dans la mesure où la Société est contrôlée à plus de 90% par le Concert, les coûts de cotation semblent en effet aujourd'hui disproportionnés par rapport à la faible liquidité de l'action et plus généralement au bénéfice de la cotation pour la Société ;
- les Initiateurs contrôlant déjà la Société et souhaitant poursuivre la même stratégie mise en place au sein de la Société et du groupe Afone Participations ces dernières années, l'Offre ne devrait pas avoir d'impact sur les salariés, ni sur la politique industrielle et commerciale dudit groupe ;
- dans un contexte de liquidité limitée de l'action de la Société, l'Offre représente ainsi une opportunité de liquidité immédiate pour l'ensemble des actionnaires de la Société avec une prime de 6,7% sur la moyenne pondérée 1 an des cours de bourse précédant l'annonce du projet d'Offre ; et
- à l'issue de l'Offre, la procédure de retrait obligatoire prévue à l'article L.433-4 II du Code monétaire et financier sera mise en œuvre dans la mesure où les conditions sont déjà réunies (notamment les actionnaires minoritaires détiennent moins de 10% du capital et des droits de vote de la Société) et les Actions de la Société non apportées à l'Offre seront transférées aux Initiateurs moyennant une indemnisation égale au Prix de l'Offre, dans le cadre de ladite procédure de retrait obligatoire.

Le Conseil d'Administration a également pris acte que, dans son rapport relatif aux conditions financières de l'Offre, l'Expert Indépendant a conclu que le prix de 13 euros par actions que les Initiateurs envisagent de proposer dans le cadre de l'Offre est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de la Société, y compris dans le cadre de la procédure de Retrait Obligatoire qui sera mise en œuvre à l'issue de l'Offre.

En conséquence, le Conseil d'Administration (i) a considéré à l'unanimité que l'Offre est réalisée dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés et qu'elle constitue une opportunité de cession satisfaisante pour les actionnaires souhaitant bénéficier d'une liquidité immédiate et intégrale, (ii) a approuvé à l'unanimité le projet d'Offre et de Retrait Obligatoire, tels qu'il lui a été présenté dans les termes du projet de note d'information établi conjointement par les Initiateurs et la Société, et (iii) a décidé en conséquence d'émettre un avis favorable à l'Offre et de recommander, à l'unanimité, aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre.

Le Président-Directeur Général de la Société rappelle qu'à ce jour, Afone Participations auto-détient 188 340 actions qui ne seront pas apportées à l'Offre.

7. INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

A l'exception des membres du Conseil d'administration représentant, directement ou indirectement, les membres du Concert, les membres du Conseil d'administration de la Société ne détiennent pas, directement ou indirectement, d'actions Afone Participations sauf Vincent Kemmoun qui détient 715 actions et qui apportera ses actions à l'Offre.

8. INTENTION DE LA SOCIETE QUANT AUX ACTIONS AUTO-DETENUES

A la date du présent projet de note d'information conjointe, la Société envisage d'annuler les 188 340 actions auto-détenues à l'issue du Retrait Obligatoire, en tenant compte des contraintes réglementaires existantes.

9. INFORMATIONS RELATIVES AUX INITIATEURS ET 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 de l'Initiateur et de la Société 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 :

- FL FINANCE, 76, route de Thionville, L2610 Luxembourg (Luxembourg) ;
- AWYS, 2-8, rue Julien Vesque, L2668 Luxembourg (Luxembourg) ;
- 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.

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

Pour les Initiateurs :

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

M. Philip Fournier
Président Directeur Général de FL Finance

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

M. Eric Durand-Gasselin
Président Directeur Général d'Awys

Pour la Société :

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

M. Philip Fournier
Président Directeur Général

Pour la présentation 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 les Initiateurs, 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