

Rapport du commissaire à la fusion sur la valeur des apports

Mesdames, Messieurs les actionnaires de la société Makheia Group SA,

En exécution de la mission qui nous a été confiée par ordonnance de Monsieur le président du tribunal de commerce de Nanterre en date du 21 octobre 2022, concernant la fusion par voie d'absorption de la société Netmedia Group SAS par la société Makheia SA, nous avons établi le présent rapport prévu par les articles L. 236-10 du code de commerce. Nous rendons compte dans un rapport distinct de notre avis sur la rémunération des apports.

L'actif net apporté a été arrêté dans le projet de traité de fusion signé par les représentants des sociétés concernées en date du 4 novembre 2022. Il nous appartient d'exprimer une conclusion sur le fait que la valeur des apports n'est pas surévaluée. A cet effet, nous avons effectué nos diligences selon la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes applicable à cette mission. Cette doctrine professionnelle requiert la mise en œuvre de diligences destinées à apprécier la valeur des apports, à s'assurer que celle-ci n'est pas surévaluée et à vérifier qu'elle correspond au moins au montant de l'augmentation du capital de la société bénéficiaire augmentée de la prime de fusion. Notre mission prenant fin avec le dépôt du rapport il ne nous appartient pas de mettre à jour le présent rapport pour tenir compte des faits et circonstances postérieurs à sa date de signature.

Je vous prie de trouver, ci-après, nos constatations et conclusion présentées dans l'ordre suivant :

1. Présentation de l'opération et description des apports
2. Diligences accomplies et appréciation de la valeur des apports
3. Synthèse – points clés
4. Conclusion

1. PRÉSENTATION DE L'OPERATION ET DESCRIPTION DE L'APPORT

1.1. Contexte de l'opération

L'objectif de l'opération de fusion par absorption de Netmedia Group par Makheia Group est de créer un nouveau leader français des media BtoB, de la communication et du content marketing.

Cette opération fait suite à l'entrée de Netmedia Group au capital de Makheia Group, intervenue mi-septembre 2022. Pour rappel, Netmedia Group a acquis un bloc de 10.071.812 titres, soit 20% du capital de Makheia Group.

Les actions de la société Makheia Group resteront admises aux négociations sur le marché Euronext Growth.

A l'issue de la fusion envisagée les actionnaires actuels de Makheia Group et de Netmedia Group détiendront respectivement 13,19% et 83,51% du capital de Makheia Group. Les 20% du capital de Makheia Group détenu préalablement à la fusion envisagée par Netmedia Group deviendront des actions auto-détenues à hauteur de 3,30% du capital post-fusion.

C'est dans ce contexte que s'inscrit la fusion-absorption par Makheia Group de la société Netmedia Group.

1.2. Présentation des sociétés et des parties et intérêts en présence

1.2.1. Société absorbante :

Makheia Group, SA à conseil d'administration au capital de €.5.035.445 ayant son siège social au 251 Boulevard Pereire, 75017 Paris, immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 399 364 751. Son capital, composé de 50.354.459 actions, entièrement libérées et d'une valeur nominale de 10 centimes d'euro. Un droit de vote double est conféré à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative depuis deux ans au moins au nom du même actionnaire.

Les actions de Makheia Group sont admises aux négociations sur Euronext Growth Paris sous le code ISIN FR0000072993.

1.2.2. Société absorbée :

Netmedia Group, SAS au capital de €.31.219 ayant son siège social au 98 rue du château, 92100 Boulogne-Billancourt. Son capital, composé de 31.219 actions toutes de même catégorie, entièrement libérées et d'une valeur nominale de 1 euro.

Préalablement à la réalisation de la fusion, il est prévu de procéder à une réduction du capital de 2.000 euros, qui correspond aux 2.000 actions auto-détenues par Netmedia Group. La réduction portera sur la diminution du nombre d'actions d'une valeur nominale de 1 euro. A l'issue de cette réduction de capital, le capital de Netmedia Group s'élèvera à 29.219 euros, composé de 29.219 actions d'une valeur nominale de 1 euro.

1.2.3 Liens entre les sociétés concernées

A la date du projet de traité de fusion, les sociétés concernées sont sous contrôle distinct.

La société absorbée Netmedia Group détient, à la date du projet de traité de fusion, 10.071.812 actions de la société absorbante Makheia Group représentant 20% du capital de la société.

1.3. Description de l'opération

Les modalités de réalisation de la fusion sont exposées, de façon détaillée, dans le projet de traité de fusion.

Elles peuvent se résumer comme suit.

1.3.1. Caractéristiques essentielles de l'apport : date d'effet, comptes servant de base à l'opération, régimes juridique et fiscal adoptés

Dans le cadre de l'opération de fusion projetée, la société Netmedia Group apporte l'ensemble de ses éléments d'actif et de passif à la société Makheia Group dans le cadre d'une transmission universelle de patrimoine. Ainsi, si la fusion est réalisée :

- le patrimoine de la société absorbée sera dévolu à la société absorbante dans l'état où il se trouvera lors de la réalisation de la fusion ; il comprendra tous les biens, droits et valeurs appartenant à la société absorbée à cette date, sans exception ;

- la société absorbante deviendra débitrice des créanciers de la société absorbée en lieu et place de celle-ci, sans que cette substitution emporte novation à leur égard.

La société absorbante sera propriétaire des biens et droits apportés par la société absorbée à compter du jour de la réalisation définitive de la fusion, sous réserve de la réalisation des conditions suspensives précisées ci-après.

Sur le plan comptable et fiscal, les parties conviennent que la fusion prendra effet rétroactivement au 1^{er} janvier 2022. Les opérations, tant actives que passives, engagées par la société absorbée depuis cette date jusqu'à la date de réalisation de la fusion seront ainsi réputées avoir été accomplies pour le compte de la société absorbante, d'un point de vue comptable et fiscal. En conséquence, le montant de l'actif net apporté par la société Netmedia Group a été déterminé à partir des comptes sociaux au 31 décembre 2021.

L'opération est soumise au régime de droit commun des fusions, tel que défini aux articles L. 236-1 et suivants du code de commerce.

Au plan fiscal, l'opération est placée sous le régime de faveur de l'article 210 A du Code Général des Impôts pour ce qui est de l'impôt sur les sociétés, et des articles 816 du même code en matière de droits d'enregistrement.

1.3.2. Conditions suspensives

L'apport est soumis à la réalisation des conditions suspensives suivantes :

- approbation, par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de la société absorbée, du projet de traité de fusion, de l'opération de fusion et de la dissolution anticipée de la société ;
- approbation, par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de la société absorbante, du projet de traité de fusion, de l'opération de fusion et de l'augmentation de capital en résultant.

Si l'ensemble de ces conditions n'étaient pas levées le 31 décembre 2022 au plus tard, le projet de fusion serait considéré comme caduc de plein droit.

1.3.3. Rémunération des apports

Pour déterminer la rémunération de l'opération, les parties ont retenu les valeurs réelles de Netmedia Group et de Makheia Group.

En rémunération de l'apport, il sera émis 254.994.213 actions de Makheia Group, de 10 centimes d'euros de valeur nominale chacune, soit une augmentation de capital de 25.499.421,30 euros.

La différence entre l'actif net apporté, soit 41.459.563 euros, et le montant de l'augmentation de capital de Makheia Group, soit 25.499.421,30 euros, constituera une prime de fusion d'un montant de 15.960.141,70 euros.

Par suite de l'absorption de Netmedia Group, Makheia se trouvera recevoir 10.071.812 de ses propres actions qu'elle conservera en actions auto-détenues qui représenteront 3,30% du capital post-fusion.

1.3.4. Avantages particuliers stipulés

Il n'y a pas d'avantage particulier octroyé dans le cadre de la fusion.

1.4. Présentation des apports

1.4.1. Méthode d'évaluation retenue

En application du règlement CRC n° 2004-01 du 4 mai 2004 relatif au traitement comptable des fusions et opérations assimilées, s'agissant d'une fusion à l'envers entre sociétés sous contrôle distinct, les éléments d'actif et de passif devraient être apportés pour leur valeur nette comptable.

Néanmoins et par dérogation, lorsque les apports doivent être évalués à la valeur nette comptable en application des règles prévues par les articles 743-1 et 743-2 du Plan Comptable Général et que l'actif net comptable apporté est insuffisant pour permettre la libération du capital, les valeurs réelles des éléments apportés doivent être retenues. Si l'actif net comptable apporté est insuffisant mais néanmoins positif, cette dérogation ne s'applique qu'au seul cas d'apport à une entité ayant une activité préexistante, et ne peut pas s'appliquer en cas de création ex nihilo d'une entité ni en cas d'aménagement d'une entité préexistante.

Dans le cadre du projet de fusion, l'actif net comptable apporté est insuffisant pour permettre la libération du capital. Dès lors, les apports seront réalisés à leur valeur réelle déterminée par les parties à l'issue d'une analyse multicritère.

1.4.2. Description de l'apport

La société Netmedia Group fait apport à titre de fusion, dans les conditions fixées par la loi et les décrets en vigueur sous les garanties ordinaires de fait et de droit en pareille matière, et sous réserve des conditions suspensives précisées ci-avant, à la société Makheai Group, qui accepte, de tous biens et droits sans exception ni réserve dont se compose son actif net estimé au 31 décembre 2021, tel que détaillé ci-dessous :

Fonds commercial	33 811 233,30
Immobilisations financières	6 734 172,00
Créances clients et comptes rattachés	844 689,00
Autres créances	3 461 463,00
Valeurs mobilières de placement	2 000,00
Disponibilités	137 337,00
Frais d'émission d'emprunt à étaler	6 640,00
Actif apporté (1)	44 997 534,30
Emprunt obligataire convertible	2 522 340,00
Dettes financières	359 990,00
Dettes fournisseurs et comptes rattachés	681 781,00
Dettes fiscales et sociales	175 271,00
Autres dettes	4 837 257,00
Passif pris en charge (2)	8 576 639,00
Soit un actif net apporté au 1^{er} janvier 2022 (1-2)	36 420 896,30
Opérations de la période du 1 ^{er} janvier au 4 novembre 2022	5 040 667,70
Actif net apporté estimé	41 459 563,00

2. DILIGENCES ET APPRECIATION DE LA VALEUR DES APPORTS

2.1. Diligences mises en œuvre par le commissaire à la fusion

Notre mission a pour objet d'éclairer les actionnaires de la société Makheia Group sur l'absence de surévaluation de l'apport effectué par la société absorbée. En conséquence, elle ne relève pas d'une mission d'audit ou d'une mission d'examen limité. Elle n'implique pas non plus validation du régime fiscal applicable aux opérations. Elle ne saurait être assimilée à une mission de « due diligences » effectuée pour un prêteur ou un acquéreur et ne comporte pas tous les travaux nécessaires à ce type d'intervention. Notre rapport ne peut donc pas être utilisé dans ce contexte.

Notre opinion est exprimée à la date du présent rapport qui constitue la fin de notre mission. Il ne nous appartient pas d'assurer un suivi des événements postérieurs survenus éventuellement entre la date du rapport et la date des assemblées appelées à se prononcer sur l'opération de fusion.

Nous avons effectué les diligences que nous avons estimé nécessaires, au regard de la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes applicable à cette mission. Dans ce cadre, nous avons notamment :

- pris connaissance du contexte et des objectifs de la présente fusion ;
- eu des entretiens avec les responsables de l'opération, tant pour appréhender son contexte que pour en comprendre les modalités économiques, comptables, juridiques, fiscales et sociales dans lesquelles elle se situe ;
- examiné le projet de traité de fusion et ses annexes ;
- vérifié le respect de la réglementation comptable en vigueur en matière de valorisation des apports et notamment du règlement CRC n° 2004-01 ;
- contrôlé la réalité des apports et apprécié l'incidence éventuelle d'éléments susceptibles d'en affecter la propriété ;
- vérifié que les commissaires aux comptes avaient certifié sans réserve les comptes au 31 décembre 2021 des sociétés concernées par l'opération ;
- analysé le rapport émis par l'expert indépendant relatif à la valorisation des apports sur la base de leur valeur réelle.

Afin d'apprécier la valeur des apports, nous nous sommes appuyés sur l'ensemble des travaux que nous avons réalisés dans le cadre de notre appréciation de la pertinence des valeurs relatives servant à déterminer le rapport d'échange proposé. À ce titre, nous avons notamment :

- pris connaissance du plan d'affaires de Netmedia Group couvrant la période 2023-2031. Nous nous sommes entretenus avec les responsables concernés afin d'apprécier la pertinence des hypothèses structurantes retenues ;
- apprécié les critères d'évaluation de Netmedia Group au moyen notamment d'une approche intrinsèque par l'actualisation de ses flux prévisionnels de trésorerie et analysé la sensibilité de la valeur à différents paramètres en se fondant sur les indications recueillies auprès de nos interlocuteurs ;

- à titre de recoupement, mis en œuvre une évaluation de Netmedia Group par des méthodes analogiques à partir des multiples de résultats opérationnels observés sur des groupes cotés exerçant une activité comparable, d'une part, et des transactions comparables intervenues dans le secteur, d'autre part ;
- Comparer la valeur retenue de Netmedia Group dans le cadre du projet de fusion avec la valeur des actions émises par Netmedia Group au profit d'un fonds d'investissement lors de l'augmentation de capital approuvée pour l'assemblée générale extraordinaire du 21 octobre 2022.

Nous avons obtenu une lettre d'affirmation des dirigeants de Netmedia Group et de Makheia Group, qui nous ont confirmé les éléments significatifs utilisés dans le cadre de notre mission.

2.2. Appréciation de la méthode de valorisation de l'apport et de sa conformité à la réglementation comptable

En application du règlement CRC n° 2004-01 du 4 mai 2004 relatif au traitement comptable des fusions et opérations assimilées, s'agissant d'une fusion à l'envers entre sociétés sous contrôle distinct, les éléments d'actif et de passif doivent être apportés pour leur valeur nette comptable.

Néanmoins et par dérogation, lorsque les apports doivent être évalués à la valeur nette comptable en application des règles prévues par les articles 743-1 et 743-2 du Plan Comptable Général et que l'actif net comptable apporté est insuffisant pour permettre la libération du capital, les valeurs réelles des éléments apportés doivent être retenues. Si l'actif net comptable apporté est insuffisant mais néanmoins positif, cette dérogation ne s'applique qu'au seul cas d'apport à une entité ayant une activité préexistante, et ne peut pas s'appliquer en cas de création ex nihilo d'une entité ni en cas d'aménagement d'une entité préexistante.

Dans le cadre du projet de fusion, l'actif net comptable apporté est insuffisant pour permettre la libération du capital. Dès lors, les apports seront réalisés à leur valeur réelle déterminée par les parties à l'issue d'une analyse multicritère.

Le principe de valorisation ainsi retenu par les dirigeants des sociétés concernées n'appelle pas de remarque de notre part.

2.3. Réalité de l'apport

Nous avons contrôlé que les actifs étaient libres de tout nantissement et que l'apporteuse en avait la libre propriété et nous nous sommes fait confirmer l'absence de toute restriction de propriété par lettre d'affirmation.

2.4. Appréciation de la valeur des apports

2.4.1. Détermination de la valeur de l'apport par les parties

La valeur d'apport a été déterminée par les parties sur la base du rapport d'un expert indépendant qui a tenu comptes d'approches d'évaluation multicritères, fondées sur la rentabilité attendue de Netmedia Group, la dernière augmentation de capital réalisée par Netmedia Group et des comparaisons boursières.

2.4.2. Prévisions

Afin de permettre l'analyse de la valeur attribuée à Netmedia Group, la direction m'a remis des prévisions annuelles s'appuyant sur le plan d'affaires, qui couvrent la période 2022 – 2025, étant précisé que ces données sont soumises aux aléas du marché (opportunités, conditions, etc.).

2.4.3. Valorisation de Netmedia Group

Pour apprécier la valeur globale de l'apport, nous avons mis en œuvre une évaluation multicritères.

2.4.3.1. Méthodes d'évaluation écartées

Actif net réévalué

L'actif net réévalué correspond à une réévaluation des données patrimoniales de la société (actifs et passifs) sur la base de leur valeur de marché. En l'absence d'actif identifié significatif et individuellement susceptible d'être réévalué, l'approche de l'actif net réévalué n'est pas adaptée.

Par ailleurs, Netmedia group n'a pas une activité capitalistique. Sa valeur est principalement issue de son exploitation qui ne peut être appréhendée que par les approches d'évaluation, présentées ci-après.

Evaluation par les dividendes

Cette méthode repose sur le même principe que la méthode de l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie décrite au § 2.4.3.2., mais dans ce cas, les flux sont les dividendes versés historiquement au lieu des flux prévisionnels de trésorerie. Netmedia est une société en croissance, dont l'historique de dividendes versés n'est pas représentatif du potentiel de croissance de la société.

2.4.3.2. Méthode d'évaluation retenues

Evaluation par comparaison avec des transactions comparables

Par décision de l'assemblée générale extraordinaire des associés de Netmedia Group du 21 octobre 2022, une augmentation de capital à hauteur 3.321 euros en valeur nominale, soit près de 11%, au profit d'un fonds d'investissement a été approuvée. En appliquant le prix d'émission de ces actions à l'ensemble des titres de Netmedia Group, la valeur d'entreprise qui en ressortirait s'élève à 39.148.626 euros.

Nous avons tenu compte de cette valorisation dans notre approche, cette transaction étant très proche en termes de date à la fusion envisagée et ayant été effectuée à des conditions de marché.

Évaluation par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie

Cette méthode consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'une entreprise par l'actualisation des flux financiers issus d'un plan prévisionnel à un taux, qui reflète l'exigence de rentabilité du marché vis à vis de l'entreprise en tenant compte d'une valeur de sortie à l'horizon de ce plan. Dans ce cadre, nous avons tenu compte :

- d'une rentabilité des capitaux propres cohérente avec les principaux acteurs du secteur (12%) ;

- d'une croissance à l'infini de l'activité de 1,5% ;
- du taux d'impôt sur les sociétés en vigueur à la date d'émission de ce rapport ;
- de prévisions de chiffre d'affaires et de marges basées sur le budget 2022-2025, extrapolé jusqu'en 2031 pour calculer la valeur terminale de Netmedia Group.

Evaluation par comparaison boursières

Netmedia Group n'est pas une société cotée. Néanmoins, nous avons mis en œuvre une valorisation en comparant un échantillon de sociétés cotées évoluant sur le même secteur que Netmedia Group. Nous avons calculé des ratios entre la capitalisation boursière des sociétés de l'échantillon et leurs principaux agrégats financiers (Chiffre d'affaires, EBITDA et EBIT). Nous avons appliqué la moyenne de ces ratios aux prévisions d'agrégats financiers de Netmedia Group tels qu'ils ressortent du budget 2022-2024.

2.4.3.3. Synthèse des valorisations

Les valorisations ressortant des approches intrinsèques et analogiques confortent la valeur d'apport.

Les 20% du capital de la société absorbante Makheia Group et détenus par la société absorbée Netmedia Group ont été intégrés dans la valorisation de l'apport. La valeur de cette quote-part de capital a été ajoutée à la valeur découlant des approches intrinsèques, soit pour un montant de 1.640.000 euros. Ce montant reflète 20% de la valorisation de la société absorbante, effectuée sur la base de méthodes d'évaluation multicritères, et qui correspond à la valeur de la société absorbante dans le calcul du rapport d'échange prévu dans le projet de traité de fusion.

3. SYNTHÈSE – POINTS CLÉS

3.1. Diligences mises en œuvre

Pour apprécier la valeur de l'apport qui a été valorisé à sa valeur réelle, nous avons mis en œuvre une approche multicritères reposant sur trois méthodes différentes :

- l'évaluation par comparaison avec des transactions comparables ;
- l'évaluation par les flux futurs de trésorerie ;
- l'évaluation par comparaisons boursières.

3.2. Éléments essentiels ayant une incidence sur la valeur

La valeur de l'apport a été déterminé par des méthodes usuelles pour des sociétés exerçant une activité dans les médias. La valeur retenue correspond à une pondération des résultats obtenus par les différentes méthodes de valorisation. Cette pondération conduit à une valeur de l'action très proche du prix d'émission de l'augmentation de capital approuvée en assemblée générale extraordinaire le 21 octobre 2022.

La valorisation des 20% du capital de la société absorbante Makheia Group et détenus par la société absorbée Netmedia Group ont été intégrés dans la valorisation de l'apport. Cette valorisation

correspond à la valeur de la société absorbante dans le calcul du rapport d'échange prévu dans le projet de traité de fusion.

4. CONCLUSION

Sur la base de nos travaux et à la date du présent rapport, nous sommes d'avis que la valeur de l'apport retenue s'élevant à 41.459.563 euros n'est pas surévaluée et, en conséquence, que l'actif net apporté est au moins égal au montant à l'augmentation de capital de la société absorbante, majorée de la prime de fusion.

Versailles, le 4 novembre 2022

Le commissaire à la fusion

Altermès S.A.S.

Matthieu Fournier Le Ray