

**PAPER AUDIT & CONSEIL**

**FUSION PAR VOIE D'ABSORPTION DE LA SOCIETE FIN CAP  
PAR LA SOCIETE VIDELIO**

**\* \* \***

**RAPPORT DU COMMISSAIRE A LA FUSION SUR LA VALEUR DES  
APPORTS**

Paris, le 18 novembre 2015

Mesdames et Messieurs les actionnaires,

En exécution de la mission qui nous a été confiée par ordonnance de Madame la Présidente du Tribunal de Commerce de Rennes en date du 31 juillet 2015 concernant la fusion par voie d'absorption de la société FIN CAP par la société VIDELIO, nous avons établi le présent rapport prévu par l'article L.225-147 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 17 novembre 2015. Il nous appartient d'exprimer un avis 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 (CNCC) applicable à cette mission. Cette doctrine professionnelle requiert la mise en oeuvre 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 à la valeur nominale des actions à émettre par la société absorbante 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.

A aucun moment, nous ne nous sommes trouvé dans l'un des cas d'incompatibilité, d'interdiction ou de déchéance prévus par la loi. A cet effet, nous avons vérifié, conformément aux dispositions de l'article L.236-10 du Code de commerce, que nous ne relevions pas des cas d'incompatibilités prévues à l'article L.822-11 du Code de commerce.

Le présent rapport comprend les parties suivantes :

- 1) Présentation de l'opération et description des apports.
- 2) Diligences et appréciation de la valeur des apports.
- 3) Conclusion.

## **1. PRESENTATION DE L'OPERATION ET DESCRIPTION DES APPORTS**

### **1.1. LA SOCIETE ABSORBANTE**

La société VIDELIO est une société anonyme au capital de 7 762 745,10 euros, divisé en 25 875 817 actions d'une valeur nominale de 0,30 euro chacune, dont le siège social est sis 13/15, rue Louis Kérautret Botmel C.S 76709 à Rennes (35067), immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Rennes sous le numéro 382 574 739.

Les actions composant le capital de la société VIDELIO sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'EURONEXT PARIS (compartiment C). Au 30 octobre 2015, sa capitalisation boursière s'élevait à 40,1 millions d'euros.

La société VIDELIO est la société mère holding du groupe VIDELIO, issue du regroupement de plusieurs sociétés du monde de l'audiovisuel. Le groupe VIDELIO est le premier intégrateur français et européen de solutions audiovisuelles professionnelles.

Disposant d'un savoir-faire dans l'ensemble des métiers de l'audiovisuel, il conçoit, réalise, déploie, maintient et exploite des solutions techniques pour une clientèle d'entreprises, d'administrations et de professionnels de l'image (chaînes de télévision, studios, producteurs, etc.). Cette activité, s'accompagne de prestations de location d'équipements (caméras lourdes, régies, etc.), de mise à disposition d'équipes d'opérateurs, de conseil et de service après-vente. Le groupe VIDELIO a en outre une activité d'import-export de matériel de diffusion qui représente environ 8,6% de son chiffre d'affaires. En 2014, la société VIDELIO a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 186,5 millions d'euros et un résultat d'exploitation de 6 millions d'euros.

Au 31 décembre 2014, l'effectif moyen du groupe VIDELIO s'élève à 923 personnes.

## **1.2. LA SOCIETE ABSORBEE**

La société FIN CAP est une société par actions simplifiée au capital de 17 421 710 euros, divisé en 1 742 171 actions d'une valeur nominale de 10 euros chacune, dont le siège social est sis 73 boulevard Haussmann à Paris (75008), immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 428 739 825.

La société FIN CAP est une société holding dont l'activité est la gestion de sa participation dans le capital de la société VIDELIO qui est son seul actif. Elle détient directement 14 401 851 actions VIDELIO, représentant 55,66% du capital et 61,41 % des droits de vote de la société VIDELIO (sur la base du nombre total de droits de vote au 30 septembre 2015) et, de concert avec d'autres actionnaires, 21 152 249 actions VIDELIO, représentant 81,75 % du capital et 88,12 % des droits de vote de la société VIDELIO (sur la base du nombre total de droits de vote au 30 septembre 2015).

La société FIN CAP n'emploie aucun salarié.

## **1.3. CONTEXTE DE L'OPERATION**

La fusion par absorption de la société FIN CAP par la société VIDELIO s'inscrit dans le cadre de l'exécution du pacte d'actionnaires en date du 30 juillet 2003 (tel que modifié en 2004, 2005 et 2006) régissant les relations entre les associés de la société FIN CAP qui prévoit en particulier, depuis l'origine, un objectif commun de fusion des sociétés FIN CAP et VIDELIO.

L'horizon initial prévu pour la fusion de la société FIN CAP dans la société VIDELIO n'a pas pu être réalisé, en raison notamment des opérations de croissance externe réalisées par le groupe VIDELIO aux côtés et/ou grâce au soutien financier de la société FIN CAP. Le redressement du groupe VIDELIO et sa capacité à mener seul des opérations de croissance font que les motivations qui avaient conduit à la constitution de la société FIN CAP (contribuer aux opérations de croissance externe du groupe VIDELIO et renforcer ses capitaux propres) sont désormais accomplies.

Pour les actionnaires de la société FIN CAP, la fusion permettra de leur offrir une liquidité pour l'intérêt économique qu'ils détiennent dans la société VIDELIO au travers de la société FIN CAP, conformément à l'objectif convenu dès l'origine. Pour le groupe VIDELIO et ses actionnaires, la fusion permettra d'élargir le flottant du titre VIDELIO.

Il est également rappelé que le pacte précité prévoit de faire prévaloir une méthode de valorisation de la société FIN CAP fondée sur la valeur par transparence de la participation dans la société VIDELIO, sans application d'une décote.

#### **1.4. CONDITIONS SUSPENSIVES ET MODALITES JURIDIQUES ET FISCALES DE LA FUSION**

Les parties ont décidé de conférer à la fusion un effet rétroactif, au plan comptable et fiscal, au 1<sup>er</sup> janvier 2015.

Conformément à l'article 9 du projet de traité de fusion, la réalisation définitive de la fusion de la société absorbée (FIN CAP) et l'augmentation de capital de la société absorbante (VIDELIO) qui en résulte sont soumises aux conditions suspensives suivantes :

- enregistrement par l'Autorité des marchés financiers (AMF) du document visé à l'article 212-34 du règlement général de l'AMF ;
- obtention auprès de l'AMF par la société CROZALOC, sur le fondement de l'article 234-8 du règlement général de l'AMF, d'une dérogation à l'obligation de mettre en œuvre une offre publique obligatoire visant les actions VIDELIO à raison du franchissement du seuil de 30% du capital et des droits de vote de la société VIDELIO par la société CROZALOC au résultat de la fusion, ladite dérogation devant être devenue définitive le cas échéant en vertu d'un arrêt de la Cour d'appel de Paris en cas de recours ;
- confirmation par l'AMF, devenue définitive le cas échéant en vertu d'un arrêt de la Cour d'appel de Paris en cas de recours, que la réalisation de la fusion ne donnera pas lieu à la mise en œuvre préalable d'une offre publique de retrait au sens de l'article 236-6 du règlement général de l'AMF visant les actions VIDELIO à l'initiative de la société FIN CAP ;
- approbation de la fusion et de la dissolution sans liquidation de la société FIN CAP par l'assemblée générale extraordinaire de la société FIN CAP ;
- approbation de la fusion et de l'augmentation de capital en résultant par l'assemblée générale extraordinaire de la société VIDELIO.

Si ces approbations n'étaient pas intervenues pour le 31 décembre 2015 au plus tard, le projet serait considéré comme nul et non avenue, sans qu'il y ait lieu à paiement d'aucune indemnité de part ni d'autre.

Sur le plan juridique, l'opération est placée sous le régime des fusions conformément aux dispositions des articles L.236-1 et suivants et R.236-1 et suivants du Code de commerce.

Sur le plan fiscal, l'opération est placée :

- s'agissant de l'impôt sur les sociétés, sous le régime de faveur prévu par l'article 210 A du Code Général des Impôts (CGI) ;
- s'agissant de la TVA, sous le régime prévu par l'article 257 bis<sup>1</sup> du CGI ;

---

<sup>1</sup> L'article en objet prévoit la dispense d'imposition à la TVA des livraisons de biens et prestations de services réalisées entre redevables de la TVA et intervenant dans le cadre de la transmission d'une universalité totale ou partielle de biens.

- s'agissant des droits d'enregistrement, sous le régime prévu par l'article 816<sup>2</sup> du CGI.

## 1.5. EVALUATION ET REMUNERATION DES APPORTS

### 1.5.1. Evaluation des apports

Conformément aux dispositions de l'article 743-1 du règlement n° 2014-03 du 5 juin 2014 de l'Autorité des normes comptables (ANC), la présente fusion étant réalisée entre sociétés sous contrôle commun, les apports sont effectués sur la base de la valeur nette comptable. Les éléments d'actif et de passif seront donc apportés, par la société FIN CAP à la société VIDELIO, pour la valeur à laquelle ils figurent dans les comptes de la société FIN CAP arrêtés au 31 décembre 2014.

L'actif net apporté par la société absorbée à la société absorbante dans le cadre de la fusion, d'un montant de 20 633 408 euros, se décompose comme suit :

#### A l'actif

Désignation	Valeur brute (€)	Amortissements et dépréciations (€)	Valeur nette (€)
Immobilisations financières			
<i>Autres participations</i>	21 123 261		21 123 261
Total actif immobilisé	21 123 261		21 123 261
Disponibilités			
<i>Valeurs mobilières de placement</i>	24 888		24 888
Total actif circulant	24 888		24 888
<b>Total</b>	<b>21 148 148</b>		<b>21 148 148</b>

#### Au passif

Désignation	Valeur brute (€)
Dettes	
<i>Concours bancaires courants</i>	3 410
Dettes financières	3 410
Autres dettes	6 100
Total dettes	9 510
<b>Total</b>	<b>9 510</b>

#### Opérations de la période intercalaire

La société absorbée FIN CAP a procédé à une distribution de dividende d'un montant global de 505 229,59 € en juin 2015. En application de l'article 752-4 du règlement n° 2014-03 du 5 juin 2014 de l'ANC, ce dividende doit être considéré comme un passif pris en charge.

---

<sup>2</sup> Droit fixe de 500 euros prévu audit article.

## Actif net

Total actif apporté	21 148 148 €
Total passif pris en charge	9 510 €
Dividende distribué par la société FIN CAP à ses associés en juin 2015	505 230 €
<b>Actif net apporté</b>	<b>20 633 408 €</b>

### 1.5.2. Rémunération des apports

Le rapport d'échange de la fusion a été déterminé sur la base de la valorisation des deux sociétés, respectivement VIDELIO et FIN CAP, selon la méthode des flux de trésorerie disponible.

Le rapport d'échange retenu pour l'absorption de la société FIN CAP par la société VIDELIO selon le projet de traité de fusion est de :

#### **8,279574 actions VIDELIO pour 1 action FIN CAP**

En conséquence, en rémunération de l'apport de la société FIN CAP, la société VIDELIO devrait créer 14 424 433 actions nouvelles d'une valeur nominale de 0,30 euro chacune. La société VIDELIO augmentera son capital d'une somme de 4 327 329,90 euros, pour le porter de 7 762 745,10 euros à 12 090 075 euros.

En outre, pour le calcul du montant de la prime de fusion, il a été tenu compte du dividende distribué par la société absorbante VIDELIO à ses actionnaires aux termes des résolutions adoptées par l'assemblée générale ordinaire annuelle du 26 juin 2015 d'un montant de 0,04 € par action, soit pour la société absorbée FIN CAP, un dividende d'un montant total de 576 074,04 euros qui est, compte tenu de son caractère intragroupe, éliminé de la prime de fusion constatée par la société absorbante VIDELIO. L'impact sur la prime de fusion résulte de l'application, par voie d'analogie, de l'article 752-5 du règlement n° 2014-03 du 5 juin 2014 de l'Autorité des normes comptables concernant la comptabilisation, dans les comptes de la société absorbante, des dividendes versés par la société absorbée pendant la période intercalaire. En conséquence, la prime de fusion s'établit comme suit :

Actif net de la société absorbée FIN CAP transmis à la société absorbante VIDELIO du fait de la fusion (€)	20 633 408,00
Montant de l'augmentation de capital de la société absorbante VIDELIO (€)	-4 327 329,90
Prime de fusion avant élimination du dividende distribué par la société absorbante VIDELIO à la société absorbée FIN CAP (€)	16 306 078,10
Elimination du dividende distribué par la société absorbante VIDELIO à la société absorbée FIN CAP (€)	576 074,04
<b>Prime de fusion (€)</b>	<b>16 882 152,14</b>

La prime de fusion, d'un montant de 16 882 152,14 euros sera inscrite au passif de la société VIDELIO.

### **1.5.3. Réduction de capital de la société absorbante**

Parmi les actifs apportés par la société absorbée (FIN CAP) à la société absorbante (VIDELIO) dans le cadre de la fusion figurent 14 401 851 actions de la société absorbante. Il sera proposé à l'assemblée générale extraordinaire de la société absorbante appelée à se prononcer sur la fusion d'annuler ces actions et de procéder à une réduction de capital non motivée par des pertes d'un montant de 4 320 555,30 euros correspondant à la valeur nominale desdites actions. La différence entre la valeur d'apport des actions annulées qui s'élève à 21 123 261 euros et leur valeur nominale, soit la somme de 16 802 705,70 euros, sera imputée sur la prime de fusion.

## **2. DILIGENCES ET APPRECIATION DE LA VALEUR DES APPORTS**

Les paragraphes qui suivent ont pour objet de nous assurer que la valeur des apports, déterminée au paragraphe 1.5.1 et égale à 20 633 408 euros, n'est pas surévaluée et, en conséquence, que l'actif net apporté est au moins égal au montant de l'augmentation de capital de la société VIDELIO, majoré de la prime de fusion.

### **2.1. DILIGENCES MISES EN OEUVRE**

Nous avons effectué les diligences que nous avons estimé nécessaires, conformément à la doctrine professionnelle de la CNCC relative à cette mission, afin d'apprécier la valeur des apports.

Nos travaux ont consisté en particulier à :

- prendre connaissance des comptes sociaux de la société FIN CAP au 31 décembre 2014 et de sa situation comptable intercalaire arrêtée au 30 septembre 2015 ;
- prendre connaissance des comptes consolidés de la société VIDELIO au 31 décembre 2014 et 30 juin 2015 ;
- prendre connaissance du plan d'affaires 2015-2018 de la société VIDELIO transmis par le management de la société ;
- prendre connaissance du projet de document E en date du 13 novembre 2015 ;
- prendre connaissance du projet de traité de fusion en date du 17 novembre 2015 ;
- discuter avec les représentants de la société VIDELIO et ses conseils ;
- étudier le rapport d'évaluation de la société VIDELIO réalisé par le management de la société figurant dans le projet de document E ;
- vérifier le respect de la réglementation comptable en vigueur en matière de valorisation des apports et notamment du règlement n° 2014-03 du 5 juin 2014 de l'ANC ;
- contrôler l'exhaustivité des actifs et des passifs transmis à la société VIDELIO ;
- analyser les valeurs individuelles des apports et vérifier que les événements intervenus au cours de la période intercalaire n'ont pas remis en cause l'absence de surévaluation de la valeur globale des apports ;

- vérifier, par une approche d'évaluation, que la valeur réelle des apports pris dans leur ensemble est au moins égale à la valeur des apports proposée dans le projet de traité de fusion ;
- et rédiger le rapport sur la valeur des apports.

Nous avons obtenu une lettre d'affirmation de la part des dirigeants concernés par l'opération, nous indiquant que toutes les informations pouvant avoir une incidence sur nos travaux nous avaient été communiquées.

## 2.2. METHODES D'EVALUATION UTILISEES PAR LA SOCIETE

En préambule, il convient de rappeler que la société holding FIN CAP a pour seul et unique actif les 14 401 851 titres de participation VIDELIO représentant 55,66% du capital de la société VIDELIO. Dès lors, valoriser la société FIN CAP revient *in fine* à valoriser la société VIDELIO dans un premier temps puis à appliquer la méthode de l'actif net réévalué (ANR) à la société FIN CAP dans un second temps.

La valorisation de la société VIDELIO a été réalisée selon la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponible sur la base d'un plan d'affaires 2015-2018 établi par son management. Le projet de document E fait par ailleurs référence, à seul titre indicatif, aux méthodes de valorisations suivantes : le cours de bourse, les références aux opérations sur le capital et la référence à l'actif net comptable (ANC).

### 2.2.1. La méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponible

L'actualisation des flux de trésorerie disponible constituant la méthode de valorisation à titre principal, le tableau ci-après présente les principales hypothèses structurantes y afférentes, utilisées par le management de la société VIDELIO, afin de valoriser les actions de la société :

Paramètres de valorisation	VIDELIO
Horizon de valorisation	2015-2018
Taux de croissance 2015-2021 (%)	6,30%
Date de démarrage de l'évaluation	30-juin-15
Besoin en fonds de roulement normatif (%)	7,00%
Taux d'actualisation - méthode -	CMPC
Taux d'actualisation - valeur - (%)	9,00%
Valeur terminale - méthode -	Gordon-Shapiro
Valeur terminale - taux de croissance -	1,50%
Valeur terminale / valorisation (%)	76%
Endettement net (k€)	24 645
Déficits fiscaux - base - (k€)	10 062
Valorisation (k€)	68 501
Valeur par action	2,82 €

<sup>1</sup> Coût moyen pondéré du capital

<sup>2</sup> Flux de trésorerie normatif perpétuel

Selon la méthode des flux de trésorerie disponible, la valeur de la société VIDELIO ressort à 68,5 millions d'euros, soit 2,82 euros par action.

Comme précisé en préambule du paragraphe 2.2, la société FIN CAP a été valorisée selon la méthode de l'ANR, cette dernière consistant à réévaluer en valeur de marché les actifs et passifs inscrits au bilan. La société FIN CAP ayant pour seul actif les titres de participation VIDELIO, sa valeur, détaillée dans le tableau ci-après, ressort à 40,6 millions d'euros, soit 23,31 euros par actions FIN CAP.

(€)	ANR au 30 septembre 2015
Capitaux propres au 30 septembre 2015	21 186 840,37
VNC actions VIDELIO	-21 123 260,77
Valeur des actions VIDELIO selon la méthode des DCF décrite ci-dessus	40 546 601,90
Actif net réévalué	40 610 180,50
Nombre d'actions	1 742 171
<b>Actif net réévalué par action</b>	<b>23,31010</b>

## 2.2.2. Les méthodes utilisées à titre indicatif

### Cours de bourse

Intitulé	Période	Cours (€)
+ haut depuis 1 an	30/09/2014 – 30/09/2015	1,64
+ bas depuis 1 an	30/09/2014 – 30/09/2015	1,05
Spot	30/09/2015	1,53
CMP 1 mois	31/08/2015 – 30/09/2015	1,52
CMP 2 mois	31/07/2015 – 30/09/2015	1,53
CMP 3 mois	30/06/2015 – 30/09/2015	1,53
CMP 1 an	30/09/2014 – 30/09/2015	1,39

### Opérations sur le capital

Date	Description	Valeur par action VIDELIO (€)
Décembre 2011	Fusion-absorption de la société AVEST par la société VIDELIO	1,20
Novembre 2010	Offre publique d'achat simplifiée (OPAS) sur ses propres actions	1,20
Juillet 2008	Augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription (DPS) principalement suivie par FIN CAP	1,50
Juillet 2006	Acquisition partiellement en actions (50,1%) de la société 'AVEST	2,61
Février 2006	Acquisition partiellement en actions (55,94 %) de la société ALSACE AUDIO VISUEL	2,25

## Actif net comptable

	(k€)	30 juin 2015
<b>Capitaux propres</b>		
Capital		7 763
Primes		10 895
Réserves et résultat consolidés		13 149
Intérêts minoritaires		-
<b>Total capitaux propres</b>		<b>31 807</b>
<b>Total capitaux propres part du groupe</b>		<b>31 807</b>
Nombre d'actions*		24 244 127
<b>Actif net comptable par action</b>		<b>1,31 €</b>

\* Nombre d'actions hors auto-détention (i.e. actions auto-détenues (1 578 301) + solde du contrat de liquidité au 30 septembre 2015 (53 389), soit 1 631 690 actions)

### 2.3. APPRECIATION DU COMMISSAIRE A LA FUSION

Nous avons examiné les travaux d'évaluation de la société FIN CAP sur la base des documents et informations qui nous ont été communiqués. Les approches d'évaluation appliquées aux sociétés FIN CAP et VIDELIO ainsi que les paramètres d'évaluation retenus n'appellent pas de commentaires particuliers de notre part.

A l'instar du management de la société VIDELIO, afin d'apprécier la valeur de la société VIDELIO puis, par transparence, sur la base de l'ANR, celle de la société FIN CAP, nous avons mis en œuvre une approche d'évaluation multicritères s'appuyant sur l'actualisation des flux de trésorerie disponible comme approche de valorisation à titre principal et, sur le cours de bourse, les valeurs résultant des références aux transactions sur le capital VIDELIO et la référence à l'ANC, comme approches de valorisation à titre indicatif.

Enfin, nous avons vérifié qu'aucun événement ou fait n'était survenu jusqu'à la date de rédaction de notre rapport susceptible d'avoir une incidence sur l'évaluation des apports.

#### 2.3.1. Actualisation des flux de trésorerie disponible (DCF<sup>3</sup>)

Afin de valoriser les actions VIDELIO, nous avons appliqué la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponible au plan d'affaires 2015-2018 (cf. supra §.2.2.1) utilisé par le management de la société, prolongé par nos soins jusqu'en 2021 sur la base d'un taux de croissance du chiffre d'affaires décroissant qui atteint 2% au terme de l'année 2021.

La date de démarrage de la valorisation a été fixée au 30 juin 2015, soit la date d'arrêt des comptes la plus proche de l'opération envisagée. Le calcul de la valeur par action a été réalisé sur la base du nombre dilué d'actions au 30 septembre 2015 soit 24 331 045<sup>4</sup>.

Les hypothèses structurantes de la valorisation sont les suivantes :

- un taux d'actualisation de 9,37%<sup>5</sup> correspondant au coût d'opportunité du capital ;

<sup>3</sup> *Discounted cash flows.*

<sup>4</sup> Nombre d'actions diluées totales calculé selon les dispositions de la norme IAS 33.

<sup>5</sup> Calculé sur la base d'une prime de risque de marché de 6,11%, un bêta désendetté de 0,80, un taux sans risque de 0,99% et une prime de risque spécifique de 3,5%.

- une valeur terminale calculée sur la base d'un flux normatif perpétuel caractérisé par un taux de marge opérationnelle de 4,57%<sup>6</sup>, une croissance à l'infini de 1% et un montant de dotations aux amortissements fixé à 0,5% du chiffre d'affaires égal au montant des investissements ;
- et un taux d'impôt normatif fixé à 34,43%.

Le tableau ci-après décrit le passage de la valeur d'entreprise de la société VIDELIO ainsi calculée à la valeur des capitaux propres :

(k€)	juin-15
Flux 30 juin 2015 - 31 décembre 2021 actualisés (+)	43 861
Valeur terminale actualisée (+)	51 548
<b>Valeur d'entreprise</b>	<b>95 409</b>
Endettement net (-)	23 675
Dividende 2014 à payer (-)	970
Valeur des déficits reportables (+)	2 865
<b>Valeur des capitaux propres</b>	<b>73 629</b>
Nombre d'actions (/)	24 331 045
<b>Valeur par action (€)</b>	<b>3,03</b>

Le tableau ci-après présente l'analyse de sensibilité de la valeur de l'action VIDELIO à l'évolution du taux d'actualisation et du taux de croissance à l'infini :

(€)		Taux d'actualisation				
		8,37%	8,87%	9,37%	9,87%	10,37%
<b>Taux de croissance à l'infini</b>	0,0%	3,25	3,02	2,83	2,65	2,48
	0,5%	3,38	3,13	2,92	2,73	2,56
	1,0%	3,52	3,26	<b>3,03</b>	2,82	2,63
	1,5%	3,69	3,40	3,15	2,92	2,72
	2,0%	3,88	3,56	3,28	3,04	2,82

### 2.3.2. Référence aux valeurs résultant des transactions sur le capital VIDELIO

S'agissant des références aux transactions sur le capital VIDELIO présentées au paragraphe 2.2.2, compte tenu de leur ancienneté, nous n'avons retenu que la plus récente, à seul titre indicatif, soit celle de décembre 2011 relative à la valeur de l'action VIDELIO résultant de la fusion-absorption de la société AVEST par la société VIDELIO (anciennement IEC PROFESSIONNEL MEDIA).

Selon la référence à la valeur résultant de la fusion-absorption de la société AVEST par la société VIDELIO, la valeur d'une action VIDELIO ressort à 1,20 euro.

<sup>6</sup> Le taux de marge opérationnelle normatif correspond à celui de l'année 2018, issu du business plan, sous déduction des impacts positifs liés, respectivement, au crédit d'impôts recherche (CIR), au crédit d'impôt pour la compétitivité et l'emploi (CICE) et à la cotisation sur la valeur ajoutée des entreprises (CVAE), cette dernière étant classée en impôt sur le résultat dans les comptes de la société VIDELIO.

### 2.3.3. Référence au cours de bourse

Compte tenu d'un flottant limité (environ 8% du nombre d'actions composant le capital social) et d'une faible rotation du capital, nous n'avons retenu cette référence qu'à seul titre indicatif.

A cet effet, nous avons fixé la valeur par action à 1,52 euro, soit le cours moyen pondéré 1 mois au 30 septembre 2015 (cf. §.2.2.2).

### 2.3.4. ANC au 30 juin 2015

Dans la mesure où cette approche ne prend pas en compte la valeur des actifs incorporels générés en interne, au cas d'espèce significatifs, ceux-ci étant absents du bilan de la société VIDELIO, nous n'avons retenu cette référence qu'à seul titre indicatif.

Selon la référence à l'ANC au 30 juin 2015, la valeur d'une action VIDELIO ressort à 1,31 euro (cf. §.2.2.2).

### 2.3.5. Synthèse

Le tableau ci-dessous présente le détail du calcul de la valeur des apports (selon la méthode de l'ANR) pour chacune des méthodes de valorisation des actions VIDELIO retenues :

(€)	Méthodes retenues pour valoriser les actions VIDELIO			
	A titre principal	A titre indicatif		
	DCF	Fusion-absorption de AVEST par VIDELIO	Cours de bourse	ANC au 30 juin 2015
Nombre d'actions détenues par FIN CAP	14 401 851	14 401 851	14 401 851	14 401 851
Valeur d'une action VIDELIO	3,03	1,20	1,52	1,31
<b>Valeur des titres de participation VIDELIO</b>	<b>43 581 825</b>	<b>17 282 221</b>	<b>21 890 814</b>	<b>18 826 963</b>
Titres de participation VIDELIO	43 581 825	17 282 221	21 890 814	18 826 963
Disponibilités	72 827	72 827	72 827	72 827
Concours bancaires courants	-146	-146	-146	-146
Dettes fournisseurs et comptes rattachés	-3 612	-3 612	-3 612	-3 612
Autres dettes	-5 490	-5 490	-5 490	-5 490
<b>ANR FIN CAP (1)</b>	<b>43 645 404</b>	<b>17 345 800</b>	<b>21 954 393</b>	<b>18 890 542</b>
<b>Actif net apporté (2)</b>	<b>20 633 408</b>	<b>20 633 408</b>	<b>20 633 408</b>	<b>20 633 408</b>
<b>(1) - (2)</b>	<b>&gt;0</b>	<b>&lt;0</b>	<b>&gt;0</b>	<b>&lt;0</b>

Il apparaît que la valeur des apports :

- est significativement supérieure à l'actif net apporté selon la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponible retenue à titre principal,
- est supérieure à l'actif net apporté selon la référence au cours de bourse retenue à titre indicatif, et
- est inférieure à l'actif net apporté selon la référence à la valeur résultant de la fusion-absorption de la société AVEST par la société VIDELIO et celle à l'ANC au 30 juin 2015, toutes deux retenues à titre indicatif.

Il convient de souligner que les approches fondées sur l'actualisation des flux de trésorerie disponible et la référence au cours de bourse, qui conduisent à une valeur des apports supérieure à l'actif net apporté, sont les plus pertinentes des quatre méthodes de valorisation retenues :

- la première parce qu'elle correspond à une estimation de la valeur intrinsèque de l'action,
- la seconde parce qu'elle est représentative d'un prix de marché fondé sur l'offre et la demande.

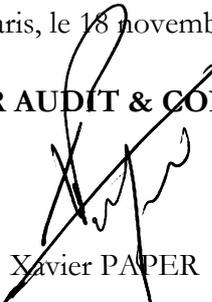
### **3. CONCLUSION**

**Sur la base de nos travaux et à la date du présent rapport, nous sommes d'avis que la valeur des apports retenue, s'élevant à 20 633 408 euros, n'est pas surévaluée et, en conséquence, que l'actif net apporté est au moins égal au montant de l'augmentation de capital de la société absorbante, soit 4 327 329,90 euros, majoré de la prime de fusion, soit 16 306 078,10 euros, avant élimination du dividende distribué par la société absorbante VIDELIO à la société absorbée FIN CAP, et 16 882 152,14 euros après élimination dudit dividende.**

**Aucun avantage particulier ne nous a été présenté.**

Fait à Paris, le 18 novembre 2015

**PAPER AUDIT & CONSEIL**



Xavier PAPER