

NOTE D'INFORMATION

établie par la société



en réponse
à l'offre publique d'achat simplifiée
initiée par la société

STARTUP AVENUE



En application de l'article L. 621-8 du Code monétaire et financier et de l'article 231-26 de son règlement général, l'Autorité des marchés financiers (« **AMF** ») a apposé le visa n°20-030 en date du 04 février 2020 sur la présente note en réponse (la « **Note en Réponse** »). Cette Note en Réponse a été établie par la société Weborama et engage la responsabilité de ses signataires.

Le visa, conformément aux dispositions de l'article L. 628-8-1 I du Code monétaire et financier, a été attribué après que l'AMF a vérifié « si le document est complet et compréhensible, et si les informations qu'il contient sont cohérentes ». Il n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

Avis important

En application des articles 231-19 et 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Associés en Finance, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la Note en Réponse.

La présente Note en Réponse est disponible sur le site Internet de l'Autorité des marchés financiers (www.amf-france.org) ainsi que sur le site Internet de la société Weborama (www.weborama.com) et peut être obtenu sans frais au siège social de la société Weborama, sis 15, rue Clavel à Paris (75019).

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 la société Weborama, seront déposées auprès de l'AMF et mises à disposition du public, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique d'achat simplifiée, dans les mêmes conditions.

Un communiqué sera diffusé, conformément aux dispositions de l'article 221-3 du Règlement général de l'AMF, pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces documents.

1. PRESENTATION DE L'OFFRE

1.1 Description de l'Offre

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 233-1 1° et 237-1 du règlement général de l'AMF, Startup Avenue, société par actions simplifiée de droit français au capital de 1.762.963,60 euros, dont le siège social est situé 102 bis rue de Miromesnil, 75008 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés sous le numéro RCS Paris 428 251 136 (l'« **Initiateur** » ou « **Startup Avenue** »), contrôlée par la société en commandite par actions de droit luxembourgeois Ycor S.C.A., dont l'associé gérant commandité est la société Ycor Management, société à responsabilité limitée de droit luxembourgeois contrôlée à hauteur de 51% par Messieurs Alain Levy, Stéphane Levy, et Michaël Levy, agissant de concert (le « **Concert Levy** »), et à hauteur de 49% par la société anonyme de droit luxembourgeois Mora & F, contrôlée la famille Levy à 100% dont 60% détenus par Monsieur Maurice Levy et Madame Raquel Levy (ci-après avec le Concert Levy la « **Famille Levy** »), ainsi que Monsieur Daniel Sfez, directeur général de l'Initiateur agissant de concert avec ce dernier (l'Initiateur, la Famille Levy et Monsieur Daniel Sfez étant ci-après dénommés collectivement les « **Actionnaires de Contrôle** »), a déposé le 06 décembre 2019 auprès de l'AMF un projet d'offre publique d'achat simplifiée (l'« **Offre** ») dont les conditions sont décrites dans la note d'information préparée par l'Initiateur (la « **Note d'Information** ») et sont résumées à la Section 1.3 (« *Résumé des principales caractéristiques de l'Offre* ») ci-après de la présente Note en Réponse, portant sur l'acquisition des actions de la société Weborama, société anonyme de droit français au capital de 462.103,07 euros, dont le siège social est situé 15 rue Clavel, 75019 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés sous le numéro RCS Paris 418 663 894 (« **Weborama** » ou la « **Société** »), et dont les actions sont admises aux négociations sur le marché Euronext Growth, compartiment offre au public, d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0010337444 et le mnémonique ALWEB, d'acquérir leurs actions Weborama au prix de 5,60 euros par action (le « **Prix d'Offre** ») payable exclusivement en numéraire. Il est rappelé que le 22 janvier 2020, l'Initiateur a décidé d'augmenter le prix de son Offre sur la Société de 5,40 euros par action à 5,60 euros par action.

A la date du dépôt du projet de note en réponse le 06 décembre 2019 (le « **Projet de Note en Réponse** ») ainsi qu'à la date de la Note en Réponse, le capital social de Weborama s'élevait et s'élève toujours à 462.103,07 euros divisé en 4.200.937 actions ordinaires de 0,11 euro de valeur nominale chacune, entière libérées.

A la date du Projet de Note en Réponse et suite au Transfert de Bloc (tel que ce terme est défini à la Section 1.2 (« *Contexte de l'Offre* ») de la Note en Réponse), à la connaissance de la Société, les Actionnaires de Contrôle détenaient 3.281.074 actions représentant 5.291.349 droits de vote, soit 78,10% du capital et 83,70% des droits de vote¹ de la Société. L'Initiateur a par ailleurs acquis 107.355 actions entre le 09 décembre 2019 et le 31 décembre 2019 (inclus), conformément à l'intention qu'il avait exprimée dans le projet de note d'information déposée le 06 décembre 2019 et en application de l'article 231-38 IV du Règlement général de l'AMF. A la date de la Note en Réponse, à la connaissance de la Société, les Actionnaires de Contrôle détiennent 3.388.429 actions représentant 5.398.704 droits de vote, soit 80,66% du capital et 85,70% des droits de vote² de la Société.

L'Offre vise la totalité des actions non encore détenues par les Actionnaires de Contrôle, à l'exception des 121.800 actions auto-détenues par la Société à la date des présentes, soit 690.708 actions représentant 778.919 droits de vote, soit 16,44% du capital et 12,36% des droits de vote² de la Société.

Il est précisé que l'Offre ne porte pas sur les 165.500 actions attribuées gratuitement par la Société dans le cadre du plan qui a débuté le 30 juin 2018 et le 1^{er} octobre 2018 à certains dirigeants et salariés de la Société et de ses filiales (les « **Actions Gratuites Indisponibles** »), dans la mesure où la période d'acquisition des Actions Gratuites Indisponibles n'aura pas expiré avant la clôture de l'Offre, sous réserve des cas d'acquisition anticipée prévus par la loi. La situation des bénéficiaires des Actions Gratuites Indisponibles est décrite à la Section 1.3.3 (« *Situation des bénéficiaires d'actions gratuites indisponibles* ») ci-après de la Note en Réponse.

¹ Sur la base d'un capital composé de 4.200.937 actions représentant 6.321.443 droits de vote théoriques au 30 novembre 2019 conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

² Sur la base d'un capital composé de 4.200.937 actions représentant 6.299.423 droits de vote théoriques au 31 décembre 2019 conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

Il n'existe aucun autre 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 autres que les actions de la Société et les Actions Gratuites Indisponibles.

L'Offre a été présentée par Portzamparc (l'« **Etablissement Présentateur** ») qui garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre en application de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF. L'Etablissement Présentateur est habilité à fournir des services de prise ferme en France.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF. La durée de l'Offre sera de 10 jours de négociation. Dans l'hypothèse où, à l'issue de l'Offre, les actionnaires n'ayant pas apporté leurs actions à l'Offre ne représenteraient pas plus de 10 % du capital et des droits de vote de la Société conformément aux articles L. 433-4, II du code monétaire et financier et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur a l'intention de solliciter la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire (le « **Retrait Obligatoire** »).

1.2 Contexte et motifs de l'Offre

1.2.1 Contexte de l'Offre

Le 04 décembre 2018, la Société a annoncé la réalisation d'une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription (l'« **Augmentation de Capital** ») d'un montant de 5,6 M€ au prix de 8,30 euros par action. Cette Augmentation de Capital visait à renforcer les ressources à long-terme de la Société, afin de poursuivre et d'intensifier les investissements portant principalement sur (i) le recrutement d'experts (data scientists, strategists, engineers), (ii) le développement de l'activité aux USA, et (iii) l'extension géographique et l'évolution permanente de la structure de la base de données de la Société. Les actionnaires minoritaires de la Société ont souscrit à 0,1 M€, soit seulement 2,6% de l'Augmentation de Capital, et l'initiateur a souscrit le solde de l'Augmentation de Capital représentant 5,5 M€ (cf. Déclaration 2019DD598414), soit 97,4% de l'opération, portant sa participation à hauteur de 64,26% du capital de la Société contre 57,90% du capital de la Société préalablement à l'Augmentation de Capital.

Le 20 novembre 2019, l'Initiateur a procédé à l'acquisition d'un bloc de 230.442 actions représentant autant de droits de vote, soit 5,49% du capital et 3,65% des droits de vote¹ de la Société, au prix de 5,40 euros par action, auprès de la société Financière Arbevel, agissant tant pour son propre compte que pour le compte des différents fonds dont elle est la société de gestion, par voie d'acquisition de bloc hors marché (le « **Transfert de Bloc** »). Au titre du contrat de cession relatif au Transfert de Bloc, la Financière Arbevel est en droit de recevoir un complément de prix dans l'hypothèse où l'initiateur viendrait à déposer une offre publique d'achat à un prix supérieur à celui du Transfert de Bloc avant le 6 juin 2020 inclus et recevra ainsi 0,20 euro par action au titre dudit complément de prix. Il n'existe aucun autre mécanisme de complément ou d'ajustement de prix dans le cadre du Transfert de Bloc. L'Initiateur s'engage, jusqu'au 06 juin 2020 (date d'expiration de l'engagement de complément de prix au bénéfice de la Financière Arbevel), à ne pas déposer une nouvelle offre publique d'achat ou de retrait sur les actions de la Société à l'issue de l'Offre à un prix supérieur au Prix d'Offre.

A la suite de la réalisation du Transfert de Bloc et à la date de la Note en Réponse, les Actionnaires de Contrôle détiennent, à la connaissance de la Société, 3.388.429 actions représentant 5.398.704 droits de vote, soit 80,66% du capital et 85,70% des droits de vote² de la Société.

Dans un communiqué du 21 novembre 2019 relatif à la réalisation du Transfert de Bloc (la « **Date d'Annonce** »), l'initiateur a annoncé son intention de déposer une offre publique d'achat simplifiée volontaire portant sur les actions de la Société.

1.2.2 Motifs de l'offre

La très faible participation des actionnaires minoritaires à l'Augmentation de Capital et donc au financement de la Société, la sortie d'actionnaires minoritaires historiques tels que la Financière Arbevel qui détenait 5,49% du capital de la Société préalablement au Transfert du Bloc et la faible liquidité de l'action Weborama ont conduit l'Initiateur à s'interroger sur l'intérêt de la cotation des actions de la Société.

L'Offre, qui sera suivie d'un Retrait Obligatoire dans l'hypothèse où les actionnaires n'ayant pas apporté leurs actions à l'Offre ne représenteraient pas plus de 10% du capital et des droits de vote de la Société, vise en outre à procéder au retrait de la Société du marché boursier, permettant de simplifier le fonctionnement opérationnel de la Société en se libérant des contraintes réglementaires et administratives liées à la cotation des actions de la Société.

1.3 Résumé des principales caractéristiques de l'Offre

1.3.1 Termes de l'Offre

En application des dispositions des articles 231-13 et suivants du règlement général de l'AMF, Portzamparc a déposé le 06 décembre 2019 auprès de l'AMF le projet d'Offre sous la forme d'un projet d'offre publique d'achat.

Portzamparc garantit, en qualité d'Etablissement Présentateur de l'Offre, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF. L'Initiateur s'engage irrévocablement auprès des actionnaires de la Société à acquérir, au prix de 5,60 euros par action, toutes les actions de la Société visées par l'Offre, telles que décrites à la Section 1.3.2 (« *Nombre d'actions susceptibles d'être apportées à l'Offre* ») ci-dessous, qui seront présentées à l'Offre pendant une période de 10 jours de négociation.

Il est précisé que conformément aux dispositions de l'article 233-3 du règlement général de l'AMF, le Prix d'Offre n'est pas inférieur à la moyenne des cours de bourse, pondérée par les volumes de transactions, de l'action pendant les soixante jours de négociation précédant l'annonce de l'Offre. Le Prix d'Offre représente en effet une prime de 65,7% par rapport à la moyenne des cours de bourse, pondérée par les volumes de transactions, de l'action pendant les soixante jours de négociation précédant la Date d'Annonce.

1.3.2 Nombre d'actions susceptibles d'être apportées à l'Offre

A la date de la Note en Réponse, les Actionnaires de Contrôle détiennent à la connaissance de la Société 3.388.429 actions représentant 5.398.704 droits de vote, soit 80,66% du capital et 85,70% des droits de vote² de la Société.

Conformément à l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur la totalité des actions de la Société, existantes et non détenues par les Actionnaires de Contrôle, à l'exception des 121.800 actions auto-détenues par la Société à la date des présentes, soit 690.708 actions de la Société, représentant 778.919 droits de vote, soit 16,44% du capital et 12,36% des droits de vote² de la Société.

Il est précisé que l'Offre ne porte pas sur les Actions Gratuites Indisponibles, dans la mesure où la période d'acquisition des Actions Gratuites Indisponibles n'aura pas expiré avant la clôture de l'Offre, sous réserve des cas d'acquisition anticipée prévus par la loi. La situation des bénéficiaires des Actions Gratuites Indisponibles est décrite à la Section 1.3.3 (« *Situation des bénéficiaires d'actions gratuites indisponibles* ») de la Note en Réponse.

A l'exception des actions visées ci-dessus, il n'existe aucun autre droit en cours de validité, titre de capital ou instrument financier émis par la Société susceptibles de donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société.

1.3.3 Situation des bénéficiaires d'actions gratuites indisponibles

A la date de la Note en Réponse, la Société a attribué 165.500 actions gratuites (n'incluant pas les 105.500 actions gratuites devenues caduques telles que décrites ci-dessous) qui sont en période d'acquisition ayant les principales caractéristiques suivantes :

	Plan Juin 2018	Plan Octobre 2018
Date d'autorisation de l'attribution par l'assemblée générale	31 mai 2018	31 mai 2018
Date d'attribution par le conseil	15 juin 2018	1 ^{er} octobre 2018

	Plan Juin 2018	Plan Octobre 2018
d'administration		
Date d'effet de l'attribution	30 juin 2018	1 ^{er} octobre 2018
Nombre d'actions attribuées	179.000	2.000
Condition de présence	Présence continue du bénéficiaire au sein du groupe jusqu'à la date d'acquisition	Présence continue du bénéficiaire au sein du groupe jusqu'à la date d'acquisition
Conditions de performance	Aucune	Aucune
Période d'acquisition	2 années	2 années
Période de conservation	1 année	1 année
Règlement	Actions existantes ou à émettre	Actions existantes ou à émettre
Date d'expiration de la période d'acquisition	30 juin 2020	1 ^{er} octobre 2020
Date d'expiration de la période de conservation	30 juin 2021	1 ^{er} octobre 2021
Nombre d'actions restantes au 6 décembre 2019	163.500	2.000
Nombre de bénéficiaires au 6 décembre 2019	35	1
Nombre maximum d'actions pouvant être acquises au 6 décembre 2019	163.500	2.000

Entre le 30 juin 2019 et la date des présentes, 105.500 actions gratuites sont devenues caduques du fait du départ des bénéficiaires concernés. Préalablement à ces départs, le nombre d'actions gratuites qui étaient en période d'acquisition s'élevaient à 271.000 actions.

Le conseil d'administration de la Société réuni le 05 décembre 2019 a modifié les plans des actions gratuites préalablement attribuées en levant la totalité des interdictions ou restrictions de cession (interdictions ou restrictions au titre de la période de conservation) pesant (i) sur les actions d'ores et déjà attribuées et livrées à la date dudit conseil d'administration (période d'acquisition expirée), ainsi que (ii) sur les actions devant être livrées au titre des deux plans susmentionnés dès lors que leur bénéficiaire aurait accepté de conclure avec l'Initiateur le Contrat de Liquidité (tel que ce terme est défini ci-après).

Ainsi, à la date de la Note en Réponse, et sous réserve des cas d'acquisition anticipée prévus par la loi, les Actions Gratuites Indisponibles ne pourront pas être apportées à l'Offre dans la mesure où la période d'acquisition des Actions Gratuites Indisponibles n'aura pas expiré avant la clôture de l'Offre.

L'Initiateur s'est engagé à proposer aux bénéficiaires des Actions Gratuites Indisponibles de conclure des promesses d'achat et de vente de l'intégralité de leurs Actions Gratuites Indisponibles afin de leur permettre de bénéficier d'une liquidité en numéraire pour les Actions Gratuites Indisponibles (le « **Contrat de Liquidité** »).

En vertu du Contrat de Liquidité, l'initiateur s'engagera à acquérir l'intégralité des Actions Gratuites Indisponibles du bénéficiaire concerné (la « **Promesse d'Achat** »), exerçable par le bénéficiaire dans un délai de trois (3) mois suivant le terme de la période d'indisponibilité (soit après l'expiration de la période d'acquisition et, le cas échéant, de la période de conservation des Actions Gratuites Indisponibles) à un prix égal au Prix d'Offre minoré de toute distribution effectivement perçue par le bénéficiaire desdites Actions Gratuites Indisponibles. Corrélativement, chaque bénéficiaire des Actions Gratuites Indisponibles s'engagera à céder l'intégralité de ses Actions Gratuites Indisponibles (la « **Promesse de Vente** »), exerçable par l'Initiateur dans un délai de trois (3) mois à compter de la fin de la période d'exercice de la Promesse d'Achat, à un prix égal au Prix d'Offre minoré de toute distribution effectivement perçue par le bénéficiaire desdites Actions Gratuites Indisponibles.

En cas de mise en œuvre éventuelle d'un retrait obligatoire, les Actions Gratuites Indisponibles ne seront pas visées par ledit retrait obligatoire mais seront cédées à terme à l'Initiateur dans le cadre du Contrat de Liquidité pour les bénéficiaires ayant accepté le Contrat de Liquidité.

1.3.4 Retrait Obligatoire – Radiation de la cote

Dans l'hypothèse où, à la clôture de l'Offre, les actionnaires minoritaires n'ayant pas apporté leurs actions à l'Offre ne représenteraient pas plus de 10% du capital et des droits de vote de la Société, l'Initiateur demandera à l'AMF, immédiatement ou au plus tard dans les trois mois suivant la publication du résultat définitif de l'Offre, la mise en œuvre d'un Retrait Obligatoire dans les conditions de l'article L.433-4, II du code monétaire et financier et des articles 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, afin de se voir transférer les actions Weborama non apportées à l'Offre (à l'exception des actions auto-détenues) moyennant une indemnisation en numéraire égale au Prix d'Offre (soit 5,60 euros par action) étant précisé que cette procédure de retrait obligatoire entraînera la radiation des actions Weborama du marché Euronext Growth.

Dans l'hypothèse où l'Initiateur viendrait à détenir ultérieurement, directement ou indirectement, au moins 90% du capital ou des droits de vote de la Société, et où un retrait obligatoire n'aurait pas été mis en œuvre dans les conditions visées ci-dessus, l'Initiateur se réserve la faculté de déposer auprès de l'AMF un projet d'offre publique de retrait suivi d'un retrait obligatoire visant les actions qu'il ne détiendrait pas directement ou indirectement, dans les conditions des articles 236-1 et suivants et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE WEBORAMA

2.1 Réunion du 27 janvier 2020

Le conseil d'administration de Weborama s'est réuni le 27 janvier 2020. L'ensemble des membres du conseil d'administration était présent ou représenté. Le conseil d'administration a rendu à l'unanimité et sans avis divergent l'avis motivé suivant :

« Le Président rappelle aux membres du Conseil qu'il leur incombe, en application de l'article 231-19, 4° du Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (« AMF ») d'examiner le projet d'offre publique d'achat (l'« Offre ») portant sur la totalité des titres de la Société au prix de 5,60 euros par action initiée par la société Startup Avenue et de rendre un avis motivé sur l'intérêt que présente l'Offre pour la Société, ses salariés et ses actionnaires.

Il rappelle que l'Offre a été déposée auprès de l'AMF le 06 décembre 2019 sur la base d'un prix de 5,40 euros par action, et que le 22 janvier 2020, l'initiateur a décidé d'augmenter le prix de son Offre à 5,60 euros par actions. Il rappelle également que le Conseil réuni le 05 décembre avait déjà examiné le projet d'Offre, selon les modalités initialement proposées.

Le Président rappelle alors les principaux termes de l'Offre :

- *L'initiateur de l'Offre est la société Startup Avenue (membre du Conseil), qui contrôle déjà la Société ; Startup Avenue, avec les membres de la famille Levy (et ce y compris M. Alain Levy) et M. Daniel Sfez, formant les actionnaires de contrôle, détiennent à la date des présentes 78,09% du capital et 83,62% des droits de vote de la Société ; l'Offre fait suite à l'acquisition le 20 novembre 2019 par la société Startup Avenue d'un bloc de 230.442 actions de la Société, représentant 5,49% du capital et 3,64% des droits de vote de la Société, au prix de 5,40 euros par action, auprès de la Financière Arbevel, agissant tant pour son propre compte que pour le compte des différents fonds dont elle est la société de gestion, étant précisé que le cédant est en principe en droit de recevoir un complément de prix de 0,20 euros par actions compte tenu des nouvelles modalités de l'Offre ;*
- *L'Offre est libellée au prix de 5,60 euros par action payable intégralement en numéraire ;*
- *L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du Règlement général de l'AMF ;*
- *L'Offre vise la totalité des actions de la Société non détenues par les actionnaires de contrôle précités à l'exception des 121.800 actions auto-détenues par la Société à la date des présentes, soit 690.708 actions représentant 778.919 droits de vote, soit 16,44% du capital et 12,36% des droits de vote de la Société ; l'Offre ne porte pas non plus sur les 165.500 actions*

attribuées gratuitement par la Société avec effet au 30 juin 2018 et 1^{er} octobre 2018 à certains dirigeants et salariés de la Société dans la mesure où la période d'acquisition desdites actions gratuites n'aura pas expiré avant la clôture de l'Offre, sous réserve des cas d'acquisition anticipés prévues par la loi ;

- *L'Offre n'est assortie d'aucune condition ;*
- *L'initiateur a annoncé son intention de mettre en œuvre un retrait obligatoire dans les conditions de l'article L.433-4, II du Code monétaire et financier et des articles 237-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, si les actionnaires minoritaires n'ayant pas apporté leurs actions à l'Offre ne représenteraient pas plus de 10% du capital et des droits de vote de la Société.*

Le Président rappelle que le Conseil réuni le 05 novembre 2019 a désigné le cabinet Associés en Finance représenté par M. Philippe Leroy en qualité d'expert indépendant à charge d'émettre un rapport sur les conditions financières de l'Offre et du retrait obligatoire éventuel, conformément aux dispositions des articles 261-1 I 1^o et 4^o et 261-1 II du Règlement général de l'AMF.

Ce cabinet a remis le 04 décembre 2019 son premier rapport. Le 22 janvier 2019, il a remis la dernière version de son rapport, prenant en compte le dernier prix d'Offre. Au préalable, certains membres du Conseil d'administration et des équipes financières de la Société se sont réunis les 31 octobre 2019 (réunion préparatoire) et 19 novembre 2019 avec l'expert indépendant.

Le Président rappelle qu'il a été préalablement adressé aux membres du Conseil les documents suivants :

- *le projet de note d'information établi par Startup Avenue qui contient notamment les motifs et les caractéristiques de l'Offre, les intentions de l'initiateur et les éléments d'appréciation du prix de l'Offre préparés par Portzamparc, Groupe BNP Paribas, en qualité d'établissement présentateur et garant de l'Offre, missionné par Startup Avenue dans le cadre de l'opération ;*
- *le projet de note d'information en réponse à l'Offre établi par la Société conformément à l'article 231-19 du Règlement général de l'AMF ;*
- *le projet de document intitulé « Informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la société Weborama » préparé par la Société en application de l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF ;*
- *le projet de document intitulé « Informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la société Startup Avenue » préparé par l'initiateur en application de l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF ;*
- *le communiqué normatif relatif au dépôt par l'initiateur du projet de note d'information en réponse à l'Offre, établi en application de l'article 231-26 du Règlement général de l'AMF, publié le 06 décembre 2019 ;*
- *le rapport du cabinet Associés en Finance représenté par M. Philippe Leroy, expert indépendant, sur les conditions financières de l'Offre suivie, le cas échéant, d'un retrait obligatoire, en application de l'article 261-1 du Règlement général de l'AMF.*

Un débat s'en suit entre les membres du Conseil au cours duquel les membres du Conseil ont plus particulièrement débattu des intentions de l'initiateur figurant dans le projet de note d'information et des conséquences de l'Offre pour la Société, ses salariés et ses actionnaires.

S'agissant des conséquences de l'Offre pour la Société, le Conseil prend notamment acte à l'unanimité que :

- *L'initiateur contrôlant déjà la Société, l'Offre ne devrait avoir aucun impact sur la stratégie et la politique industrielle et commerciale de la Société ;*
- *L'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société ;*
- *En fonction des résultats de l'Offre, dans l'hypothèse où les actionnaires de contrôle détiendraient l'intégralité du capital de la Société, l'initiateur se réserve la faculté dans le futur de fusionner avec la Société ou de regrouper la Société ou ses filiales ou encore de*

transférer certains actifs, branches ou activités de la Société avec, ou à, des entités détenues par l'initiateur ; l'essentiel des bénéfices attendus proviendrait selon l'initiateur de possibles économies liées à la simplification des structures juridiques de l'initiateur et du fait de libérer la Société des contraintes réglementaires et administratives liées à la cotation des actions de la Société.

S'agissant des conséquences de l'Offre pour les salariés de la Société et du groupe, le Conseil prend notamment acte à l'unanimité que :

- *l'initiateur a indiqué, dans son projet de note d'information, qu' « en matière d'emploi, l'Offre n'emporterait en elle-même aucune remise en cause des accords collectifs en vigueur au sein de la Société » ;*
- *les bénéficiaires d'actions gratuites émises par la Société pourront bénéficier, sous certaines conditions, d'un mécanisme de liquidité (le contrat de liquidité) à raison des actions gratuites qu'ils ne pourront pas, sauf cas légaux ou réglementaires exceptionnels de levée des indisponibilités (décès ou invalidité du bénéficiaire), apporter à l'Offre.*
- *S'agissant des conséquences de l'Offre pour les actionnaires de la Société, le Conseil prend notamment acte à l'unanimité que les conclusions du rapport de l'expert indépendant sont les suivantes :*

« Le 21 novembre 2019, Weborama a annoncé l'acquisition d'un bloc de 5,49 % de son capital par Startup Avenue, son actionnaire de contrôle. A cette même date, Startup Avenue a annoncé son intention de déposer un projet d'offre publique d'achat simplifiée sur Weborama, suivie d'un retrait obligatoire le cas échéant sur le solde des actions composant le capital de la Société.

A la date de la Note en Réponse, les Actionnaires de contrôle détiennent 3 388 429 actions représentant 5 398 704 droits de vote, soit 80,66 % du capital et 85,70 % des droits de vote de la Société. L'Offre porte sur un nombre maximum de 690 708 actions, représentant 16,44 % du capital de la Société, au prix unitaire de 5,60 € par action payable en numéraire, étant précisé que la Société s'est engagée à ne pas apporter à l'Offre les 121 800 actions auto-détenues par la Société à la date de l'Opération. L'Offre ne porte également pas sur les 165 500 actions gratuites indisponibles résultant des plans juin 2018 et octobre 2018, dans la mesure où la période d'acquisition et la période de conservation des actions gratuites indisponibles n'auront pas expiré avant la clôture de l'Offre, sous réserve des cas d'acquisition et de cessibilité anticipées.

Le 5 novembre 2019, le Conseil d'Administration de Weborama a désigné Associés en Finance en qualité d'expert indépendant. Dans le cas présent, le recours à un expert indépendant est rendu nécessaire par le fait que l'Initiateur de l'Offre détient déjà le contrôle de Weborama et qu'une ou plusieurs opérations connexes à l'Offre sont susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'Offre publique considérée (articles 261-1 I 1°, 261-1 I 4° et 261-1 II du RG de l'Autorité des Marchés Financiers) et par le fait qu'une procédure de retrait obligatoire pourrait être mise en œuvre (article 261.1.II du RG).

La mission d'Associés en Finance consiste à se prononcer sur le caractère équitable des termes et conditions de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée et de l'éventuel éventuel Retrait Obligatoire, initiée par Startup Avenue au prix de 5,60 € par action payable en numéraire.

Les résultats de la valorisation multicritères de Weborama réalisée par Associés en Finance sont synthétisés dans le Tableau 16.

Le prix de 5,60 € par action proposé dans le cadre de l'Offre extériorise :

- *Une prime de +101,4 % par rapport au cours de clôture de Weborama au 15 novembre 2019, dernier jour de cotation avant l'annonce de l'Offre ;*
- *Des primes comprises entre +18,8 % et +80,0 % (calculs arrêtés au 15 novembre 2019) par rapport aux cours moyens pondéré du titre calculé sur différentes périodes comprises entre 1 mois et 9 mois de bourse aux dates de référence mentionnées. Le*

nouveau prix d'Offre proposé est égal au cours moyen pondéré par les volumes sur un an (arrondi au pas près³) ;

- Des primes de +31,3 % à +61,7 % par rapport à la valorisation de Weborama au 20 novembre 2019 par les méthodes d'actualisation des flux de trésorerie, méthodes principales de valorisation retenues par Associés en Finance ;
- Correspond au prix fixé lors de la dernière transaction sur le capital ;
- A titre indicatif, Associés en Finance présente une prime de +10,2 % par rapport à l'actif net comptable issu des derniers comptes consolidés ;
- A titre indicatif, une prime de +24,4% par rapport au dernier objectif de cours publié avant annonce de l'Offre.

En définitive, nos conclusions n'ont pas changé suite au rehaussement du prix d'Offre, les actionnaires minoritaires de la Société bénéficieront ainsi au titre de la présente Offre d'une prime significative par rapport au cours de l'action avant l'annonce de l'Offre et par rapport aux valorisations par les méthodes d'actualisation des flux de trésorerie, méthodes principales de valorisation retenues par Associés en Finance.

Tableau 16: Comparaison des valorisations obtenues pour Weborama par les différentes méthodes de valorisation et primes/décotes extériorisées par le prix d'Offre au 20 novembre 2019

		Valeur par action	Prime / Décote induite		
A titre principal	Cours de bourse au 15 novembre 2019	Cours de clôture au 15 novembre 2019	2,78 €	101,4%	
		Cours moyen pondéré par les volumes 1 mois	3,11 €	80,0%	
		Cours moyen pondéré par les volumes 3 mois	3,39 €	65,3%	
		Cours moyen pondéré par les volumes 6 mois	4,21 €	33,0%	
		Cours moyen pondéré par les volumes 9 mois	4,72 €	18,8%	
		Cours moyen pondéré par les volumes 12 mois	5,63 €	(0,6%)	
A titre principal	Méthode d'actualisation des flux	<i>DCF to Equity</i>	3,46 €	61,7%	
		Méthode d'actualisation des flux	<i>DCF to Firm</i>	4,27 €	31,3%
			Analyse de la dernière transaction sur le capital	Acquisition d'un bloc en novembre 2019	5,60 €
A titre indicatif	Analyse des objectifs de bourses	Dernier objectif de cours, en date du 18 octobre 2019	4,50 €	24,4%	
		Actif Net Comptable	Actif Net Comptable au 30 juin 2019	5,08 €	10,2%
	Analyse des transactions à moins d'un an sur le capital	Augmentation de capital lancée le 20 novembre 2018	8,30 €	(32,5%)	
		Acquisition d'un bloc en décembre 2018	7,00 €	(20,0%)	
		Acquisition de titres en mars 2019	6,10 €	(8,2%)	
		Acquisition de titre en avril 2019	4,40 €	27,3%	
Acquisition de titres en juillet 2019	4,90 €	14,3%			

Source : Associés en Finance

Les termes et conditions de l'Offre sont équitables pour les actionnaires minoritaires, y compris dans le cadre d'un retrait obligatoire. »

³ Le pas de cotation est la plus petite unité de variation possible entre 2 cours consécutifs. Le pas de cotation de la valeur Weborama est de 5 centimes d'euros.

Au vu de ce qui précède, après délibération, le Conseil à l'unanimité :

- approuve l'Offre aux conditions prévues dans les documents mentionnés ci-dessus et considère que l'Offre est dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés ; et
- recommande aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre.

Il est précisé que la société Startup Avenue (initiateur), représentée par M. Daniel Sfez, et M. Alain Levy (membre des actionnaires de contrôle) ont indiqué avant le vote qu'ils voteraient dans le même sens que les deux autres administrateurs, compte tenu du conflit d'intérêt existant.

M. François Mariet et M. Nicolas Bel, titulaires respectivement de 1.375 et 1.245 actions de la Société, ont confirmé à nouveau par ailleurs qu'ils apporteront l'intégralité de leurs actions à l'Offre. La société Startup Avenue, initiateur, et M. Alain Levy, membres des actionnaires de contrôle, ont confirmé, en tant que de besoin, qu'ils n'apporteront par leurs actions à l'Offre.

S'agissant des actions auto-détenues, le Conseil confirme à l'unanimité que les 121.800 actions de la Société auto-détenues seront réputées appartenir à l'initiateur et ne seront pas apportées à l'Offre, dans la mesure notamment où ces actions ont vocation à être remises aux bénéficiaires des actions gratuites précitées. »

2.2 Réunion du 05 décembre 2019

Le conseil d'administration de Weborama s'était également réuni le 05 décembre 2019 pour se prononcer sur les termes initiaux de l'Offre avant l'augmentation du prix de l'Offre par l'Initiateur. L'ensemble des membres du conseil d'administration était présent ou représenté. Le conseil d'administration a rendu à l'unanimité et sans avis divergent l'avis motivé suivant :

« Le Président rappelle aux membres du Conseil qu'il leur incombe, en application de l'article 231-19, 4° du Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (« AMF ») d'examiner le projet d'offre publique d'achat (l'« Offre ») portant sur la totalité des titres de la Société au prix de 5,40 euros par action initiée par la société Startup Avenue et de rendre un avis motivé sur l'intérêt que présente l'Offre pour la Société, ses salariés et ses actionnaires.

Le Président rappelle alors les principaux termes de l'Offre :

- L'initiateur de l'Offre est la société Startup Avenue (membre du Conseil), qui contrôle déjà la Société ; Startup Avenue, avec les membres de la famille Levy (et ce y compris M. Alain Levy) et M. Daniel Sfez, formant les actionnaires de contrôle, détiennent à la date des présentes 78,09% du capital et 83,62% des droits de vote de la Société ; l'Offre fait suite à l'acquisition le 20 novembre 2019 par la société Startup Avenue d'un bloc de 230.442 actions de la Société, représentant 5,49% du capital et 3,64% des droits de vote de la Société, au prix de l'Offre, auprès de la Financière Arbevel, agissant tant pour son propre compte que pour le compte des différents fonds dont elle est la société de gestion ;
- L'Offre est libellée au prix de 5,40 euros par action payable intégralement en numéraire ;
- L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du Règlement général de l'AMF ;
- L'Offre vise la totalité des actions de la Société non détenues par les actionnaires de contrôle précités à l'exception des 121.800 actions auto-détenues par la Société à la date des présentes, soit 798.063 actions représentant 908.294 droits de vote, soit 19,00% du capital et 14,37% des droits de vote de la Société ; l'Offre ne porte pas non plus sur les 165.500 actions attribuées gratuitement par la Société avec effet au 30 juin 2018 et 1^{er} octobre 2018 à certains dirigeants et salariés de la Société dans la mesure où la période d'acquisition desdites actions gratuites n'aura pas expiré avant la clôture de l'Offre, sous réserve des cas d'acquisition anticipés prévues par la loi ;
- L'Offre n'est assortie d'aucune condition ;

- L'initiateur a annoncé son intention de mettre en œuvre un retrait obligatoire dans les conditions de l'article L.433-4, II du Code monétaire et financier et des articles 237-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, si les actionnaires minoritaires n'ayant pas apporté leurs actions à l'Offre ne représenteraient pas plus de 10% du capital et des droits de vote de la Société.

Il est prévu que l'Offre soit déposée auprès de l'AMF le 06 décembre 2019.

Le Président rappelle que le Conseil réuni le 05 novembre 2019 a désigné le cabinet Associés en Finance représenté par M. Philippe Leroy en qualité d'expert indépendant à charge d'émettre un rapport sur les conditions financières de l'Offre et du retrait obligatoire éventuel, conformément aux dispositions des articles 261-1 I 1° et 4° et 261-1 II du Règlement général de l'AMF.

Ce cabinet a remis le 04 décembre 2019 son rapport. Au préalable, certains membres du Conseil d'administration et des équipes financières de la Société se sont réunis les 31 octobre 2019 (réunion préparatoire) et 19 novembre 2019 avec l'expert indépendant.

Le Président rappelle qu'il a été préalablement adressé aux membres du Conseil les documents suivants :

- le projet de note d'information établi par Startup Avenue qui contient notamment les motifs et les caractéristiques de l'Offre, les intentions de l'initiateur et les éléments d'appréciation du prix de l'Offre préparés par Portzamparc, Groupe BNP Paribas, en qualité d'établissement présentateur et garant de l'Offre, missionné par Startup Avenue dans le cadre de l'opération ;
- le projet de note d'information en réponse à l'Offre établi par la Société conformément à l'article 231-19 du Règlement général de l'AMF ;
- le projet de document intitulé « Informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la société Weborama » préparé par la Société en application de l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF (document sous forme de document de travail susceptible d'être amendé) ;
- le projet de document intitulé « Informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la société Startup Avenue » préparé par l'initiateur en application de l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF (document sous forme de document de travail susceptible d'être amendé) ;
- le projet de communiqué normatif relatif au dépôt par l'initiateur du projet de note d'information en réponse à l'Offre, établi en application de l'article 231-26 du Règlement général de l'AMF ;
- le rapport du cabinet Associés en Finance représenté par M. Philippe Leroy, expert indépendant, sur les conditions financières de l'Offre suivie, le cas échéant, d'un retrait obligatoire, en application de l'article 261-1 du Règlement général de l'AMF.

Un débat s'en suit entre les membres du Conseil au cours duquel les membres du Conseil ont plus particulièrement débattu des intentions de l'initiateur figurant dans le projet de note d'information et des conséquences de l'Offre pour la Société, ses salariés et ses actionnaires.

S'agissant des conséquences de l'Offre pour la Société, le Conseil prend notamment acte à l'unanimité que :

- L'initiateur contrôlant déjà la Société, l'Offre ne devrait avoir aucun impact sur la stratégie et la politique industrielle et commerciale de la Société ;
- L'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société ;
- En fonction des résultats de l'Offre, dans l'hypothèse où les actionnaires de contrôle détiendraient l'intégralité du capital de la Société, l'initiateur se réserve la faculté dans le futur de fusionner avec la Société ou de regrouper la Société ou ses filiales ou encore de transférer certains actifs, branches ou activités de la Société avec, ou à, des entités détenues par l'initiateur ; l'essentiel des bénéfices attendus proviendrait selon l'initiateur de possibles économies liées à la simplification des structures juridiques de l'initiateur et du fait de libérer

la Société des contraintes réglementaires et administratives liées à la cotation des actions de la Société.

S'agissant des conséquences de l'Offre pour les salariés de la Société et du groupe, le Conseil prend notamment acte à l'unanimité que :

- *l'initiateur a indiqué, dans son projet de note d'information, qu' « en matière d'emploi, l'Offre n'emporterait en elle-même aucune remise en cause des accords collectifs en vigueur au sein de la Société » ;*
- *les bénéficiaires d'actions gratuites émises par la Société pourront bénéficier, sous certaines conditions, d'un mécanisme de liquidité (le contrat de liquidité) à raison des actions gratuites qu'ils ne pourront pas, sauf cas légaux ou réglementaires exceptionnels de levée des indisponibilités (décès ou invalidité du bénéficiaire), apporter à l'Offre.*
- *S'agissant des conséquences de l'Offre pour les actionnaires de la Société, le Conseil prend notamment acte à l'unanimité que les conclusions du rapport de l'expert indépendant sont les suivantes :*

« Le 21 novembre 2019, Weborama a annoncé l'acquisition d'un bloc de 5,49 % de son capital par Startup Avenue, son actionnaire de contrôle à un prix de 5,40 € par action. Suite à cette acquisition Actionnaires de contrôle détiennent 3 280 658 actions représentant 5 290 931 droits de vote, soit 78,09 % du capital et 83,62 % des droits de vote de la Société.

A cette même date, Startup Avenue a annoncé son intention de déposer un projet d'offre publique d'achat simplifiée sur Weborama, suivie d'un retrait obligatoire le cas échéant sur le solde des actions composant le capital de la Société, soit un nombre maximum de 798 063 actions représentant 19 % du capital de la Société, au prix unitaire de 5,40 € par action payable en numéraire, étant précisé que la Société s'est engagée à ne pas apporter à l'Offre les 121 800 actions auto-détenues par la Société à la date de l'Opération. L'Offre ne porte également pas sur les 165 500 actions gratuites indisponibles résultant des plans juin 2018 et octobre 2018, dans la mesure où la période d'acquisition et la période de conservation des actions gratuites indisponibles n'auront pas expiré avant la clôture de l'Offre, sous réserve des cas d'acquisition et de cessibilité anticipées.

Le 5 novembre 2019, le Conseil d'Administration de Weborama a désigné Associés en Finance en qualité d'expert indépendant. Dans le cas présent, le recours à un expert indépendant est rendu nécessaire par le fait que l'Initiateur de l'Offre détient déjà le contrôle de Weborama et qu'une ou plusieurs opérations connexes à l'Offre sont susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'Offre publique considérée (articles 261-1 I 1°, 261-1 I 4° et 261-1 II du RG de l'Autorité des Marchés Financiers) et par le fait qu'une procédure de retrait obligatoire pourrait être mise en œuvre (article 261.1.II du RG).

La mission d'Associés en Finance consiste à se prononcer sur le caractère équitable des termes et conditions de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée et de l'éventuel éventuel Retrait Obligatoire, initiée par Startup Avenue au prix de 5,40 € par action payable en numéraire.

Les résultats de la valorisation multicritères de Weborama réalisée par Associés en Finance sont synthétisés dans le Tableau 1.

Le prix de 5,40 € par action proposé dans le cadre de l'Offre extériorise :

- *Une prime de +94,2 % par rapport au cours de clôture de Weborama au 15 novembre 2019, dernier jour de cotation avant l'annonce de l'Offre ;*
- *Des primes comprises entre +14,5 % et +73,6 % (calculs arrêtés au 15 novembre 2019) par rapport aux cours moyens pondéré du titre calculé sur différentes périodes comprises entre 1 mois et 9 mois de bourse aux dates de référence mentionnées. Sur un an, le prix d'Offre extériorise une décote de - 4,1 % ;*

- Des primes de +26,6 % à +55,9 % par rapport à la valorisation de Weborama au 20 novembre 2019 par les méthodes d'actualisation des flux de trésorerie, méthodes principales de valorisation retenues par Associés en Finance ;
- Correspond au prix fixé lors de la dernière transaction sur le capital ;
- A titre indicatif, Associés en Finance présente une prime de +6,3 % par rapport à l'actif net comptable issu des derniers comptes consolidés ;
- A titre indicatif, une prime de +20,0% par rapport au dernier objectif de cours publié avant annonce de l'Offre.

En définitive, les actionnaires minoritaires de la Société bénéficieront ainsi au titre de la présente Offre d'une prime significative par rapport au cours de l'action avant l'annonce de l'Offre et par rapport aux valorisations par les méthodes d'actualisation des flux de trésorerie, méthodes principales de valorisation retenues par Associés en Finance.

Tableau 1 : Comparaison des valorisations obtenues pour Weborama par les différentes méthodes de valorisation et primes/décotes extériorisées par le prix d'Offre au 20 novembre 2019

		Valeur par action	Prime / Décote induite
A titre principal	Cours de bourse au 15 novembre 2019	Cours de clôture au 15 novembre 2019	2,78 € 94,2%
		Cours moyen pondéré par les volumes 1 mois	3,11 € 73,6%
		Cours moyen pondéré par les volumes 3 mois	3,39 € 59,4%
		Cours moyen pondéré par les volumes 6 mois	4,21 € 28,2%
		Cours moyen pondéré par les volumes 9 mois	4,72 € 14,5%
		Cours moyen pondéré par les volumes 12 mois	5,63 € (4,1%)
	Méthode d'actualisation des flux	DCF to Equity	3,46 € 55,9%
Méthode d'actualisation des flux	DCF to Firm	4,27 € 26,6%	
Analyse de la dernière transaction sur le capital	Acquisition d'un bloc en novembre 2019	5,40 € 0,0%	
A titre indicatif	Analyse des objectifs de bourses	Dernier objectif de cours, en date du 18 octobre 2019	4,50 € 20,0%
	Actif Net Comptable	Actif Net Comptable au 30 juin 2019	5,08 € 6,3%
	Analyse des transactions à moins d'un an sur le capital	Augmentation de capital lancée le 20 novembre 2018	8,30 € (34,9%)
		Acquisition d'un bloc en décembre 2018	7,00 € (22,9%)
		Acquisition de titres en mars 2019	6,10 € (11,5%)
	Acquisition de titre en avril 2019	4,40 € 22,7%	
	Acquisition de titres en juillet 2019	4,90 € 10,2%	

Source : Associés en Finance

Les termes et conditions de l'Offre sont équitables pour les actionnaires minoritaires, y compris dans le cadre d'un retrait obligatoire. »

Au vu de ce qui précède, après délibération, le Conseil à l'unanimité :

- approuve l'Offre aux conditions prévues dans les documents mentionnés ci-dessus et considère que l'Offre est dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés ; et

- recommande aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre.

Il est précisé que la société Startup Avenue (initiateur), représentée par M. Daniel Sfez, et M. Alain Levy (membre des actionnaires de contrôle) ont indiqué avant le vote qu'ils voteraient dans le même sens que les deux autres administrateurs, compte tenu du conflit d'intérêt existant.

M. François Mariet et M. Nicolas Bel, titulaires respectivement de 1.375 et 1.245 actions de la Société, ont indiqué par ailleurs qu'ils apporteront l'intégralité de leurs actions à l'Offre. La société Startup Avenue, initiateur, et M. Alain Levy, membres des actionnaires de contrôle, ont confirmé, en tant que de besoin, qu'ils n'apporteront par leurs actions à l'Offre.

S'agissant des actions auto-détenues, le Conseil confirme à l'unanimité que les 121.800 actions de la Société auto-détenues seront réputées appartenir à l'initiateur et ne seront pas apportées à l'Offre, dans la mesure notamment où ces actions ont vocation à être remises aux bénéficiaires des actions gratuites précitées. »

3. INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE WEBORAMA

L'ensemble des administrateurs de la Société, à l'exception de l'Initiateur et de son représentant ainsi que de Monsieur Alain Levy, ont fait part de leur intention d'apporter à l'Offre l'intégralité des actions de la Société qu'ils détiennent.

4. INTENTION DE WEBORAMA RELATIVES AUX ACTIONS AUTO-DETENUES

Lors de sa réunion du 27 janvier 2020, le conseil d'administration de la société Weborama a décidé que les 121.800 actions auto-détenues seront réputées appartenir à l'initiateur et ne seront pas apportées à l'Offre, dans la mesure notamment où ces actions ont vocation à être remis aux bénéficiaires des Actions Gratuites Indisponibles.

5. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE

Il n'existe, à la connaissance de la Société, aucun accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

La Société considère que l'accord conclu dans le cadre du Transfert de Bloc (tel que décrit à la Section 1.2.1 (« Contexte de l'offre ») de la Note en Réponse) n'est pas susceptible de remettre en cause l'égalité de traitement entre les actionnaires et ne comporte aucune clause ni aucun élément susceptible de constituer un complément de prix qui sera versé au bénéfice de l'actionnaire cédant.

6. ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

6.1 Structure et répartition du capital

A la date de la Note en Réponse, le capital social de Weborama s'élève à 462.103,07 euros divisé en 4.200.937 actions ordinaires de 0,11 euro de valeur nominale chacune, entière libérées.

Au 30 novembre 2019, le nombre de droits de vote était de 6.321.443 (en ce compris 121.800 droits de vote attachés aux actions auto-détenues temporairement privées de droit de vote). Les actions entièrement libérées sous la forme nominative pendant une période d'au moins deux (2) ans bénéficient d'un droit de vote double.

Au 30 novembre 2019, à la connaissance de la Société, le capital social et les droits de vote théoriques de la Société étaient répartis comme suit :

	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% des droits de vote ¹
Startup Avenue	3 140 015	74,75%	5 150 290	81,39%
Actionnaires de Contrôle	3 281 074	78,10%	5 291 349	83,70%
Actions auto-détenues	121 800	2,90%	121 800	1,93%
Public (1)	798 063	19,00%	908 294	14,37%
Total	4 200 937	100,00%	6 321 443	100,00%

Note : (1) Incluant 1.375 actions détenues par Monsieur François Mariet et 1.245 actions détenues par Monsieur Nicolas Bel, administrateurs de la Société.

Au 31 décembre 2019, le nombre de droits de vote était de 6.299.423 (en ce compris 121.800 droits de vote attachés aux actions auto-détenues temporairement privées de droit de vote).

Au 31 décembre 2019, compte tenu de l'acquisition par l'Initiateur de 107.355 actions entre le 09 décembre 2019 et le 31 décembre 2019 (inclus), à la connaissance de la Société, le capital social et les droits de vote théoriques de la Société étaient répartis comme suit :

	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% des droits de vote ²
Startup Avenue	3 247 370	77,30%	5 257 643	83,46%
Actionnaires de Contrôle	3 388 429	80,66%	5 398 704	85,70%
Actions auto-détenues	121 800	2,90%	121 800	1,93%
Public (1)	690 708	16,44%	778 919	12,36%
Total	4 200 937	100,00%	6 299 423	100,00%

Note : (1) Incluant 1.375 actions détenues par Monsieur François Mariet et 1.245 actions détenues par Monsieur Nicolas Bel, administrateurs de la Société.

6.2 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'actions de la société Weborama

Les statuts de Weborama ne prévoient aucune clause spécifique restreignant l'exercice des droits de vote ou les transferts d'actions.

Tout au plus, peut-on mentionner :

- L'existence d'un droit de vote double attribué à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il est justifié d'une inscription nominative depuis deux ans au moins, au nom d'un même actionnaire.
- L'obligation statutaire de déclaration des franchissements de seuil pour toute personne physique ou morale agissant seule ou de concert, qui vient à détenir un pourcentage du capital ou des droits de vote (si le nombre et la répartition des droits de vote ne correspond pas au nombre et à la répartition des actions) au moins égal à 2% ou à tout multiple de ce pourcentage. En outre toute personne physique ou morale, agissant seule ou de concert, qui vient à franchir à la hausse ou à la baisse des seuils de participation représentant 50% ou 95% du capital ou des droits de vote doit en informer la Société par lettre recommandée avec demande d'avis de réception.

6.3 Participations directes et indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres

À la date de la Note en Réponse et à la connaissance de la Société, le capital social est reparti ainsi qu'il est indiqué au paragraphe 6.1 ci-dessus (dernier tableau).

Depuis le 1er janvier 2020, la Société n'a reçu aucune déclaration de franchissement de seuil en application de l'article L. 233-7 du Code de commerce (franchissement des seuils de 50% et 95% en capital ou droits de vote).

6.4 Clauses des conventions portées à la connaissance de la société Weborama dont elle a connaissance en vertu des articles L.233-11 du Code de commerce ; accords entre actionnaires dont Weborama a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote

À la date de la Note en Réponse, à la connaissance de la Société, il n'existe aucune convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions Weborama et portant sur au moins 0,5 % du capital ou des droits de vote de la Société.

À la date de la Note en Réponse, à la connaissance de la Société, il n'existe aucun accord entre actionnaires qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote, à l'exception toutefois le cas échéant des Contrat de Liquidité.

6.5 Liste des détenteurs de tous titres comportant des droits de contrôle spéciaux et la description de ceux-ci

A la date de la Note en Réponse, à la connaissance de la Société, il n'existe pas de tels titres, étant rappelé en tant que de besoin l'existence d'actions bénéficiant d'un droit de vote double tel que précisé à la Section 6.2 (*Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'actions de la société Weborama*) ci-dessus.

6.6 Les mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

A la date de la Note en Réponse, il n'existe pas de tel mécanisme.

6.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la société

6.7.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration de Weborama

La Société est administrée par un conseil d'administration composé de membres dont le nombre minimum et maximum est celui prévu par le Code de commerce. Le nombre des administrateurs ayant dépassé l'âge de 70 ans ne peut pas être supérieur au tiers des administrateurs en fonction ; si cette limite est atteinte, l'administrateur le plus âgé est réputé démissionnaire d'office lors de la plus prochaine assemblée générale.

Au cours de la vie sociale, les administrateurs sont nommés par l'assemblée générale ordinaire pour une durée maximum de six ans.

Les administrateurs sont rééligibles. Les sociétés qui font partie du conseil d'administration doivent, lors de leur nomination, désigner un représentant permanent soumis aux mêmes conditions et obligations qu'un administrateur personne physique.

Tout membre du conseil d'administration peut être révoqué par l'assemblée générale des actionnaires.

Le conseil d'administration composé de Monsieur Alain Levy, de la société Startup Avenue représentée par Monsieur Daniel Sfez, de Monsieur François Mariet et de Monsieur Nicolas Bel, dont les mandats prennent fin respectivement à l'issue de l'assemblée générale d'approbation des comptes de l'exercice clos le 31 décembre 2022 (s'agissant de Messieurs Alain Levy, François Mariet et Nicolas Bel) et de l'exercice clos le 31 décembre 2023 (s'agissant de Startup Avenue).

6.7.2 Règles applicables à la modification des statuts de Weborama

L'assemblée générale extraordinaire de Weborama est seule habilitée à modifier les statuts dans toutes leurs dispositions.

6.8 Pouvoirs du conseil d'administration

Le conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la Société et veille à leur mise en œuvre. Sous réserve des pouvoirs expressément attribués aux assemblées d'actionnaires et dans la

limite de l'objet social, il se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la Société et règle par ses délibérations les affaires qui la concernent.

Dans les rapports avec les tiers, la Société est engagée même par les actes du conseil d'administration qui ne relèvent pas de l'objet social, à moins qu'elle ne prouve que le tiers savait que l'acte dépassait cet objet ou qu'il ne pouvait l'ignorer compte tenu des circonstances, étant exclu que la seule publication des statuts suffise à constituer cette preuve.

En dehors des pouvoirs généraux prévus par la loi et les statuts, le conseil d'administration de la Société dispose des délégations et autorisations suivantes accordées par l'assemblée générale :

Date de l'assemblée générale	Nature de la délégation	Objet de la délégation	Durée de la délégation
29/05/2019 6ème résolution	Délégation de compétence	Augmentation de capital par incorporation de primes, réserves, bénéfices ou autres	26 mois
29/05/2019 7ème résolution	Délégation de compétence	Augmentation de capital par l'émission d'actions ordinaires de la Société et/ou de toutes valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société, avec suppression du droit préférentiel de souscription au profit d'une catégorie de personnes	18 mois
29/05/2019 8ème résolution	Délégation de compétence	Augmentation de capital par l'émission d'actions ordinaires de la Société et/ou de toutes valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société et/ou de toutes valeurs mobilières donnant à l'attribution des titres de créances, avec maintien du droit préférentiel de souscription	26 mois
29/05/2019 9ème résolution	Délégation de compétence	Augmentation de capital par l'émission d'actions ordinaires de la Société et/ou de toutes valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société et/ou de toutes valeurs mobilières donnant à l'attribution des titres de créances, avec suppression du droit préférentiel de souscription	18 mois
29/05/2019 10ème résolution	Délégation de compétence	Augmentation du nombre de titres à émettre en cas d'augmentation du capital social de la Société avec ou sans droit préférentiel de souscription	26 mois
29/05/2019 11ème résolution	Délégation de compétence	Attributions gratuites d'actions existantes ou à émettre	26 mois
29/05/2019 12ème résolution	Délégation de compétence	Emission et attribution d'options de souscription ou d'achat d'actions avec suppression du droit préférentiel de souscription au profit d'une catégorie de personnes	18 mois
29/05/2019 13ème résolution	Délégation de compétence	Emission et Attribution de bons de souscription d'actions avec suppression du droit préférentiel de souscription au profit d'une catégorie de personnes	18 mois
29/05/2019 14ème résolution	Délégation de compétence	Augmentation de capital par émission d'actions en faveur des salariés, conformément aux articles L.225-129-	18 mois

Date de l'assemblée générale	Nature de la délégation	Objet de la délégation	Durée de la délégation
		6 du code de commerce et L.332-1 et suivants du code du travail	
29/05/2019 15ème résolution	Délégation de compétence	Réduction par capital social par annulation d'actions détenues en propre	24 mois

6.9 Accords qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la société Weborama

L'Offre n'impliquera pas un changement de contrôle de la société Weborama. Ceci étant rappelé, un certain nombre d'accords commerciaux conclus par Weborama avec ses clients (sans qu'il soit possible d'en faire la liste notamment compte tenu des engagements de confidentialité pris par Weborama envers ses clients), dont certains importants, stipule une clause de résiliation anticipée en cas de changement de contrôle de la Société.

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

Il n'existe pas de tels accords.

7. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Le conseil d'administration de la Société, réuni le 05 novembre 2019, a désigné le cabinet Associés en Finance représenté par Monsieur Philippe Leroy, en qualité d'expert indépendant à charge d'émettre un rapport sur les conditions financières de l'Offre et du Retrait Obligatoire éventuel, conformément aux dispositions des articles 261-1 I 1° et 4° et 261-1 II du règlement général de l'AMF.

Le rapport présenté lors du conseil d'administration de la Société du 27 janvier 2020 est reproduit en intégralité ci-après en Annexe 1.

8. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A WEBORAMA

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société, seront déposées auprès de l'AMF au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre. Elles seront également disponibles sur les sites Internet de la Société (www.weborama.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) et pourront être obtenues sans frais au siège social de Weborama sis 15, rue Clavel à Paris (75019).

9. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE

« A notre connaissance, les données de la présente note en réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée ».

Paris le 04 février 2020

Weborama

Monsieur Alain Levy, Président du conseil d'administration, Directeur Général

ANNEXE 1

Rapport de l'Expert Indépendant



RAPPORT D'EXPERTISE INDEPENDANTE

**OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE SUIVIE D'UN EVENTUEL
RETRAIT OBLIGATOIRE INITIEE PAR STARTUP AVENUE SUR
LES ACTIONS WEBORAMA**

Janvier 2020



SOMMAIRE

I.	Contexte et présentation de la Mission	4
II.	Présentation de la Société	7
	II.A. Historique et activités résumées de Weborama	7
	II.B. Actionnariat et organigramme	9
	II.B.1. Actionnariat	9
	II.B.2. Organigramme et présence géographique	9
	II.C. Description détaillée des activités de Weborama	10
	II.C.1. Deux segments d'activité	11
	II.C.2. Les projets en développement par la Société	12
	II.C.3. Présence géographique	13
	II.D. Marché et perspectives	14
	II.D.1. Le marché publicitaire digital	16
	II.E. Fondamentaux de l'environnement opérationnel.....	19
	II.F. Analyse financière de Weborama	21
	II.F.1. Analyse du compte de résultat	21
	II.F.2. Analyse du bilan.....	23
	II.F.3. Analyse du tableau de flux	24
III.	Examen des conditions de l'Offre	24
	III.A. Augmentation de capital en novembre 2018	25
	III.B. Autres opérations sur les titres de la Société	25
	III.C. Contrat de cession d'un bloc portant sur 5,49 % du capital	26
	III.D. Accords entre les parties : contrat de prestations de services et convention de trésorerie	26
	III.E. Contrat de liquidité	26
	III.F. Plans d'attributions gratuites d'actions et mécanisme de liquidité	27
	III.G. Conclusion	27
IV.	Evaluation de Weborama	28
	IV.A. Méthodes de valorisation écartées.....	28
	IV.A.1. Méthode de l'actif net réévalué.....	28
	IV.A.2. Valorisation par les transactions comparables	28
	IV.A.3. Valorisation par la méthode des comparables boursiers	29
	IV.A.4. Valorisation par les dividendes.....	31
	IV.B. Méthodes de valorisation retenues	31
	IV.B.1. Nombre d'actions retenu pour l'évaluation et éléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des fonds propres.....	32

IV.B.2. Méthode de l'actif net comptable (à titre indicatif).....	32
IV.B.3. Analyse des objectifs de cours des analystes financiers (à titre indicatif)33	
IV.B.4. Références à des transactions sur le capital de Weborama (à titre indicatif)	33
IV.B.5. Examen du cours de l'action (à titre principal).....	34
IV.B.6. Référence à une transaction récente réalisée sur le capital concomitamment à l'annonce de l'Offre (à titre principal).....	39
IV.B.7. Méthode d'actualisation des flux de trésorerie (à titre principal)	39
IV.B.9. Estimation du coût des ressources de financement.....	42
IV.B.10. Résultats de la valorisation.....	43
IV.B.11. Analyse de sensibilité de la valorisation.....	44
V. Analyse des travaux de la banque présentatrice	46
V.A. Les méthodes écartées et retenues	46
V.B. Les éléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des fonds propres.....	46
V.C. Les méthodes écartées par Associés en Finance.....	47
V.C.1. Méthode des transactions de comparables boursiers (méthode écartée)	47
V.C.2. Méthode des comparables boursiers (méthode écartée).....	47
V.D. Les méthodes présentées à titre indicatif par Associés en Finance	47
V.D.1. Méthode de l'actif net comptable (à titre indicatif).....	47
V.D.2. Référence à des transactions sur le capital (à titre indicatif)	47
V.D.3. Référence à des objectifs de cours des analystes financiers (à titre indicatif)	47
V.E. Les méthodes présentées à titre principal par Associés en Finance (à titre principal).....	48
V.E.1. Référence au cours de bourse (à titre principal).....	48
V.E.2. Référence à une transaction récente réalisée sur le capital concomitamment à l'annonce de l'Offre (à titre principal).....	48
V.E.3. Méthode de valorisation par actualisation des flux prévisionnels (à titre principal).....	48
V.F. Synthèse	50
VI. Conclusion.....	51
VII. Annexe 1 : Présentation de l'expert et déroulement de la mission	53
VIII. Annexe 2 : Présentation détaillée du modèle Trival®.....	57
IX. Annexe 3 : Présentation des comparables boursiers.....	60

I. Contexte et présentation de la Mission

Contexte

Weborama (ci-après « **Weborama** », le « **Groupe** » ou la « **Société** ») est un spécialiste de la publicité en ligne qui offre des solutions avancées de connaissance du consommateur fondées sur sa propre technologie d'analyse sémantique.

La Société a été créée en 1998 et rachetée par Startup Avenue en 2005. En 2006, Startup Avenue décide d'introduire en bourse Weborama, sur le marché Euronext Growth, afin de lever des fonds pour saisir d'éventuelles opportunités de croissance externe.

Startup Avenue (ci-après « **Startup Avenue** » ou l'« **Initiateur** »), est une société contrôlée par la société en commandite Ycor, dont l'associé gérant commandité est la société Ycor Management, contrôlée à hauteur de 51 % par MM. Alain Levy, Stéphane Levy et Michaël Levy, agissant de concert, et à hauteur de 49 % par la société Mora & F, contrôlée par la famille Levy à 100 % dont 60 % par Maurice Levy, Raquel Levy et Daniel Sfez, directeur général de Startup Avenue.

Le 21 novembre 2019, Startup Avenue a annoncé la conclusion d'un contrat de cession d'actions avec la Financière Arbevel portant sur l'intégralité de la participation de cette dernière au capital de la Société, soit 230 442 actions représentant 5,49 % du capital de Weborama. A l'issue de cette acquisition, Startup Avenue détient 74,74 % du capital et 81,39 % des droits de vote de la Société.

Suite à la réalisation de cette acquisition, Startup Avenue prévoit d'initier une Offre Publique d'Achat Simplifiée (ci-après l'« **OPAS** » ou l'« **Offre** ») sur l'ensemble des actions non-détenues de la Société si les conditions sont réunies au prix de 5,60 € par action (ci-après le « **prix d'Offre** »). Le projet de note d'information a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (ci-après l'« **AMF** ») le 6 décembre 2019. Le 27 janvier 2020, l'Initiateur a décidé d'augmenter le prix de son Offre de 5,40 € par action à 5,60 € par action.

L'Initiateur a indiqué son intention de lancer une procédure de retrait obligatoire (ci-après « **RO** ») si les actions détenues par les actionnaires minoritaires de Weborama ne représentent pas, à l'issue de l'Offre, plus de 10% du capital et des droits de vote de Weborama.

Mission d'Associés en Finance

Le 5 novembre 2019, le Conseil d'Administration de Weborama a désigné Associés en Finance en qualité d'expert indépendant, sur le fondement des articles 261-1 I 1°, 261-1 I 4° et 261-1 II du Règlement Général (ci-après le « **RG** ») de l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après « **l'AMF** »). L'article 261-1 I prévoit la nomination d'un expert pour attester du caractère équitable d'une offre publique « lorsque l'opération est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein de son conseil d'administration, de son conseil de surveillance ou de l'organe compétent, de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé [...] ou de mettre en cause l'égalité des actionnaires ou des porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre ».

Dans le cas présent, le recours à un expert indépendant est rendu nécessaire par le fait que l'Initiateur de l'Offre détiendra déjà le contrôle de Weborama (article 261.1 I alinéa 1 du RG) et par le fait qu'une procédure de retrait obligatoire pourrait être mise en œuvre (article 261.1.II du RG).

La mission d'Associés en Finance consiste à se prononcer sur le caractère équitable des termes et conditions de l'Offre initiée par Startup Avenue sur la totalité des actions existantes non détenues par Startup Avenue, soit un nombre maximum de 690 708 actions représentant 16,44 % du capital de la Société, au prix unitaire de 5,60 € par action payable en numéraire, étant précisé que la Société s'est engagée à ne pas apporter à l'Offre les 121 800 actions auto-détenues par la Société à la date de l'Opération.

L'Offre ne porte également pas sur les 165 500 actions gratuites indisponibles résultant des plans juin 2018 et octobre 2018, dans la mesure où la période d'acquisition et la période de conservation des actions gratuites indisponibles n'auront pas expiré avant la clôture de l'Offre, sous réserve des cas d'acquisition et de cessibilité anticipées (en application de l'article L. 225-197-1 du Code de Commerce).

Sur la base des échanges avec les parties prenantes et de l'analyse des documents et informations reçus, Associés en Finance confirme l'absence de contrats, conditions spécifiques ou opérations connexes à l'Offre au sens des paragraphes 2° et 4° de l'article 261-1, I du Règlement général de l'AMF.

Indépendance

Associés en Finance confirme ne pas avoir de conflit d'intérêt et être indépendant de l'ensemble des intervenants sur ce dossier au sens de l'article 261-4 du Règlement général de l'AMF et de l'instruction 2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante.

Ainsi, Associés en Finance et ses salariés :

- n'entretiennent pas de lien juridique ou de lien en capital avec les sociétés concernées par l'Offre ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- n'ont procédé à aucune évaluation de la Société ou de ses filiales au cours des dix-huit derniers mois précédant sa désignation ;
- n'ont conseillé aucune des sociétés concernées par l'Offre, ou toute personne que ces sociétés contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, au cours des dix-huit mois précédant sa désignation ;
- n'entretiennent pas de relations répétées avec une banque susceptibles d'affecter l'indépendance d'Associés en Finance. Pour information, la seule opération au cours des dix-huit derniers mois, au titre de laquelle Associés en Finance était expert indépendant, et dont Portzamparc était établissement présentateur, était l'offre publique d'achat simplifiée initiée en 2018 par Malteries Soufflet sur l'ensemble des actions de Malteries Franco-Belges ;
- ne détiennent aucun intérêt financier dans la réussite de l'Offre, une créance ou une dette sur l'une des sociétés concernées par l'Offre ou toute personne contrôlée par ces sociétés au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, susceptible d'affecter leur indépendance.

Avertissement

Les informations, utilisées pour la réalisation de nos travaux, ont soit été fournies par Weborama, soit étaient publiques. Associés en Finance n'a effectué aucune revue physique et aucune évaluation indépendante des immobilisations, de l'actif ou du passif de Weborama et de ses filiales et participations. Associés en Finance n'a effectué aucune revue indépendante des litiges en cours ou potentiels, des recours, réclamations ou autres responsabilités potentielles dont la Société pourrait faire l'objet. De manière générale, ont été tenues pour acquises, sans vérification indépendante, l'exactitude des données, documents ou informations qui ont été communiqués ou auxquels Associés en Finance a eu accès sans que Associés en Finance puisse encourir une quelconque responsabilité du fait de ces données, documents et informations. Associés en Finance ne peut garantir l'exactitude des prévisions, estimations et informations fournies.

Déroulement de la mission d'Associés en Finance

Suite à sa nomination en qualité d'expert indépendant par le Conseil d'administration de Weborama du 5 novembre 2019, la mission d'Associés en Finance s'est déroulée du 5 novembre 2019 au 27 janvier 2020. Le présent rapport a été établi sur la base des conditions prévalant sur les marchés financiers au 20 novembre 2019, soit la veille de l'annonce de l'Offre.

II. Présentation de la Société

II.A. Historique et activités résumées de Weborama

Créé en 1998, Weborama propose des services de marketing et de publicité sur Internet.

Le Groupe développait initialement ses activités sur le marché français a progressivement augmenté son activité à l'étranger par un mix de croissance externe et de création de filiales en propre. Le Groupe se présente ainsi comme une seule unité, composée d'un centre de développement des produits et d'un ensemble de forces commerciales réparties au sein des filiales, en France comme à l'international. Depuis sa création, Weborama a constitué une base de données et un réseau de sites actifs importants.

En 2002, la Société a fait évoluer son *business model* en intégrant une composante publicitaire pour proposer aux acteurs de la communication sur internet des prestations de ciblage et de diffusion de campagnes publicitaires. En 2004, Weborama profite de la forte croissance de l'e-pub pour compléter son offre en lançant un logiciel de mesure de performance des campagnes de publicité sur internet. Ce logiciel permet à chaque annonceur de suivre tous les types d'actions marketing et d'avoir une vision synthétique de la performance d'ensemble de chaque action de communication.

Depuis 2005, Weborama est implanté en Espagne où la Société y propose les mêmes services qu'en France. La Société ambitionne de poursuivre son développement à l'international.

En 2006, Startup Avenue introduit en bourse Weborama qui s'adresse désormais aux annonceurs, aux agences de communication et aux éditeurs de sites web. Weborama lance la même année Adperf, qui permet la mise en ligne, la diffusion centralisée et le suivi de tous les éléments d'une campagne publicitaire pour le compte d'un annonceur ou de son agence.

Weborama fait plusieurs acquisitions dont la régie C-Marketing en 2007 (activité de ciblage comportemental) et le néerlandais Adrime, spécialiste de la publicité on-line en 2009. Cette dernière acquisition complète l'offre auprès des annonceurs et agences en apportant une solution de création, diffusion, tracking et reporting de campagnes de publicité en *rich media*.

En 2010, Weborama continue sa croissance à l'international et poursuit ses efforts d'investissements afin d'asseoir son positionnement sur le marché de la data et de l'advertising en France, en Espagne, en Hollande, en Italie et en Angleterre.

En 2012, Weborama doit faire face à une conjoncture économique difficile qui affaiblit la dynamique du marché de la publicité en ligne. Weborama se concentre alors sur le développement de son offre dans des zones géographiques à forte croissance et acquiert 51 % d'Interactive Service en Russie.

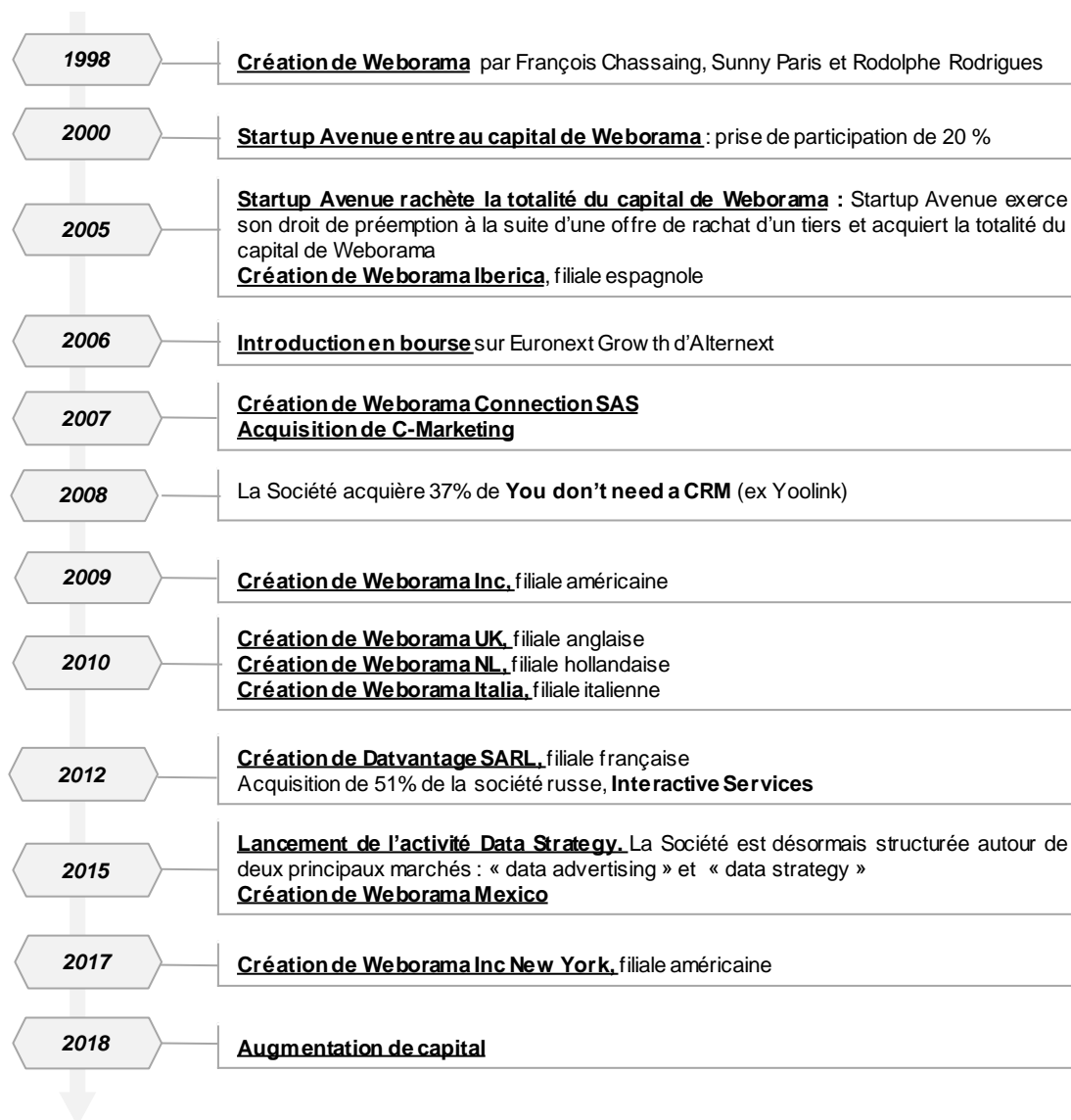
En 2013, Weborama doit faire face aux mutations conjoncturelles et structurelles du secteur dans un contexte de marché difficile : les agences intègrent un savoir-faire spécifique de désintermédiation qui préfigure un changement de contexte de marché.

Weborama bénéficie, en 2015, d'un marché de la data en plein essor avec des éditeurs qui intègrent davantage de Data Management Platform (ci-après « **DMP** ») pour l'exploitation des données *first* et *third parties*. La Société présente désormais son activité sous deux nouveaux segments : Data Advertising (adserving / tracking / analytics + DMP Media) et Data Strategy (full DMP + data science + conseil).

En 2017, Weborama s'implante aux Etats-Unis. La Société consacre ses efforts d'investissement sur le segment de la Data Strategy, en hausse alors que le segment Advertising poursuit sa décroissance. La Société continue d'investir fortement en R&D afin de gagner de nouvelles parts de marché. Weborama souhaite renforcer sa plateforme technologique et élargir son offre avec de nouvelles solutions basées sur l'intelligence artificielle et le *data science*.

En 2018 et 2019, Weborama est fortement affectée par la mise en place du règlement sur la protection des données (ci-après « **RGPD** »), en raison de la passivité des annonceurs et de la baisse du volume des données collectées.

Figure 1 : Historique de Weborama



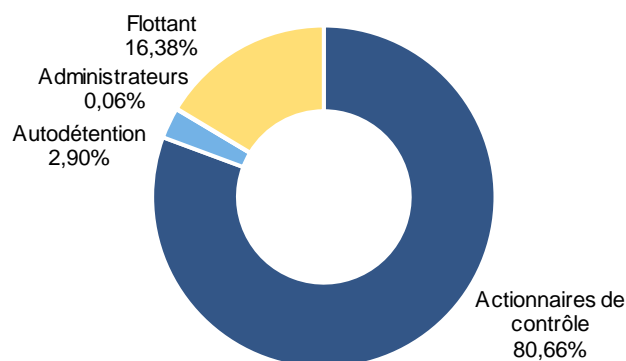
Source : Weborama, Associés en Finance

II.B. Actionnariat et organigramme

II.B.1. Actionnariat

A la date du présent rapport, après prise en compte du transfert de bloc, Startup Avenue, la famille Levy et M. Sfez (ci-après les « **Actionnaires de contrôle** ») détiennent 3 388 429 actions¹ représentant 5 398 704 droits de vote, soit 80,66 % du capital et 85,40 % des droits de vote de la Société.

Figure 2 : Actionnariat de Weborama au 20 novembre 2019



Source : Weborama

II.B.2. Organigramme et présence géographique

Weborama est organisée autour de deux segments d'activité, l'Advertising et la Data Strategy. La Société est présente en France et à l'international qui représente environ 70 % de son chiffre d'affaires.

La société opère au travers de plusieurs sociétés détenues à 100 %, à l'exception d'une participation minoritaire de 37 % dans la société **You don't need a CRM** et une participation majoritaire de 51 % dans la société russe, **Interactive Services**.

La société **Davantage** a pour objet la réalisation d'études d'optimisation des process de vente de produits notamment à partir d'une approche qualitative des besoins des cibles de clientèle réalisées à partir d'analyses de bases de données. Elle intervient également dans la conception, le développement, la production, l'édition, la réalisation, la gestion de toutes formes de publicités et de communication sur supports digitaux et plus généralement la promotion sous toutes formes de tout produit de service.

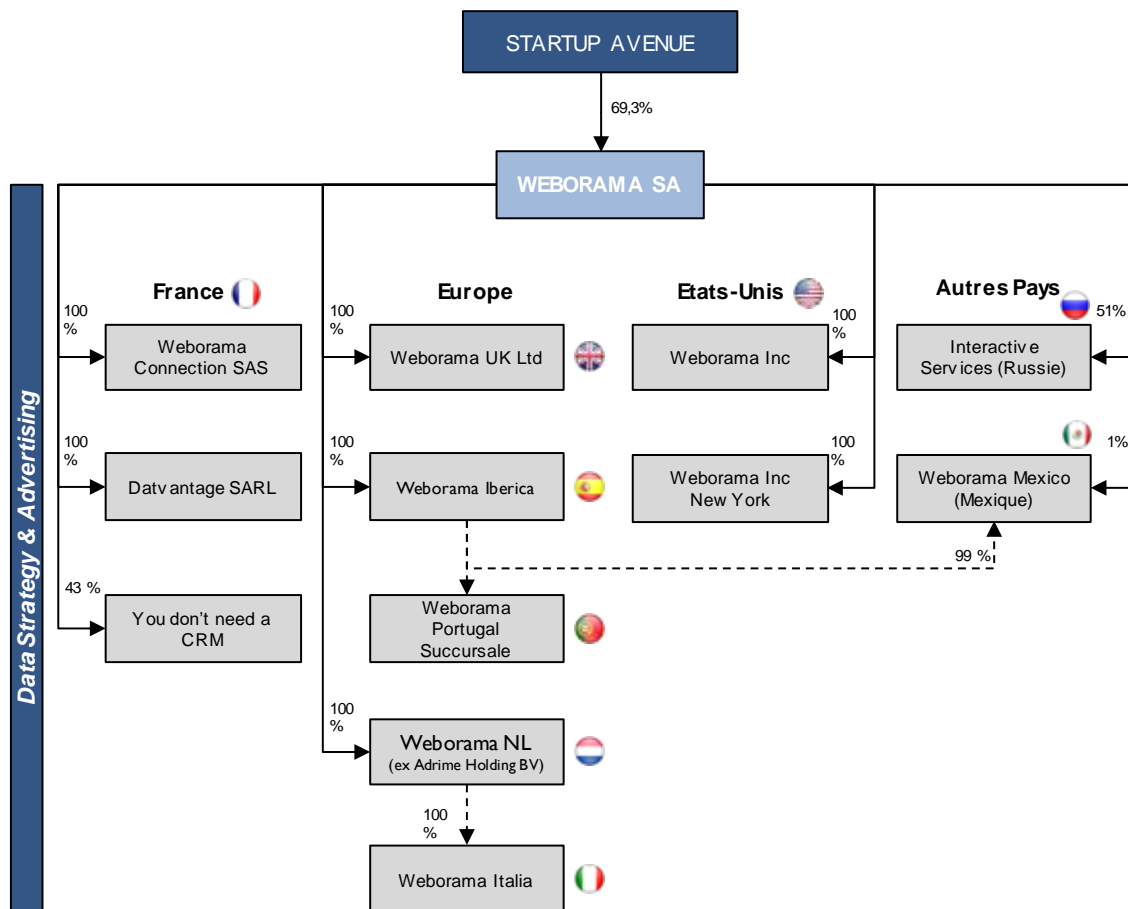
La société **You don't need a CRM** a pour objet la création, l'exploitation, l'installation, la transmission, la diffusion, la cession, la location de sites web, de services en ligne, de logiciels, de jeux, de moteur de recherche, de service d'information, de réseaux sociaux, d'espaces publicitaires, de base de données et de fichiers informatiques.

¹ Y compris les 107 355 actions acquises par l'Initiateur entre le 9 décembre 2019 et le 31 décembre 2019 (inclus), conformément à l'intention qu'il avait exprimée dans le projet de note d'information et en application de l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF.

La société **Weborama Connection** fournit des solutions de diffusion publicitaire online via son activité Media pour l'utilisation de la technologie d'advertising et via son activité Data pour l'utilisation de la base de données.

Les autres sociétés **Weborama Portugal**, **Weborama Italia**, **Weborama NL**, **Weborama UK**, **Weborama Mexico** et **Weborama Inc** sont des filiales détenues à 100 % par Weborama. Elles exercent une activité de vente des outils d'audience développés par Weborama qui permettent la mise en place, la gestion et l'optimisation de campagnes marketing en ligne sur différents supports.

Figure 3 : Organigramme Weborama au 20 novembre 2019



Source : Weborama

II.C. Description détaillée des activités de Weborama

La Société se positionne comme un *leader* mondial de la Data science pour accompagner les entreprises dans la transformation digitale de leur marketing grâce à des outils d'analyse du comportement du consommateur. Les offres de services se concentrent sur la vente de technologie et de data. La société dispose d'une base de données de 1,5 milliard de profils dans le monde entier ce qui permet un ciblage fin des prospects dans le cadre de campagnes de marketing digital.

II.C.1. Deux segments d'activité

Depuis 2015, la Société est structurée autour de deux marchés : le « data advertising » et le « data strategy » suite à un changement de mix produits avec une montée en puissance de la Data Strategy et un déclin de l'activité Media.

Le pôle Advertising

Le segment Advertising comprend l'activité Média pratiquement disparue en 2017 et l'activité Advertising, stable ces dernières années. C'est un marché mature sur lequel la Société ne concentre que peu d'efforts de développement.

L'advertising est une technologie qui permet de gérer de manière centralisée des campagnes publicitaires (allocation des budgets, création et hébergement), de mesurer leurs résultats en récoltant les données de parcours utilisateurs et de déterminer leur attribution. Cet outil est indispensable pour les éditeurs médias ou pour les marques annonceurs.

Weborama assure le développement, le suivi et l'amélioration de cette technologie au travers d'outils tels que Weborama Campaign Manager (WCM), Weborama Audience Manager (WAM) et Weborama Audience Exchange (WA).

L'adserver de Weborama est utilisé par plusieurs centaines de marques en Europe, dont 150 en France, notamment La Poste, SNCF et BNP Paribas via leurs agences médias (Weborama travaille essentiellement avec 3 agences internationales).

Le pôle Data strategy

La Société a développé ce pôle en 2015. Ce segment propose une offre de DMP et de Conseil et d'Activation.

La DMP est un outil de gestion des données qui permet de collecter, d'organiser, de valoriser les données d'une entreprise. Les premières DMP étaient centrées sur les données de navigation Internet et utilisées à des fins de publicité comportementale. Désormais, les DMP les plus évoluées intègrent les différents points de contact pour la collecte de données et le ciblage marketing et réunissent le *offline* et le *online*.

Weborama a développé une base de données qui donne une connaissance précise du consommateur. Elle est construite sur une analyse sémantique des contenus numériques. Un traitement automatique du langage et des algorithmes permettent de cerner précisément le consommateur à partir de très nombreux critères comportementaux.

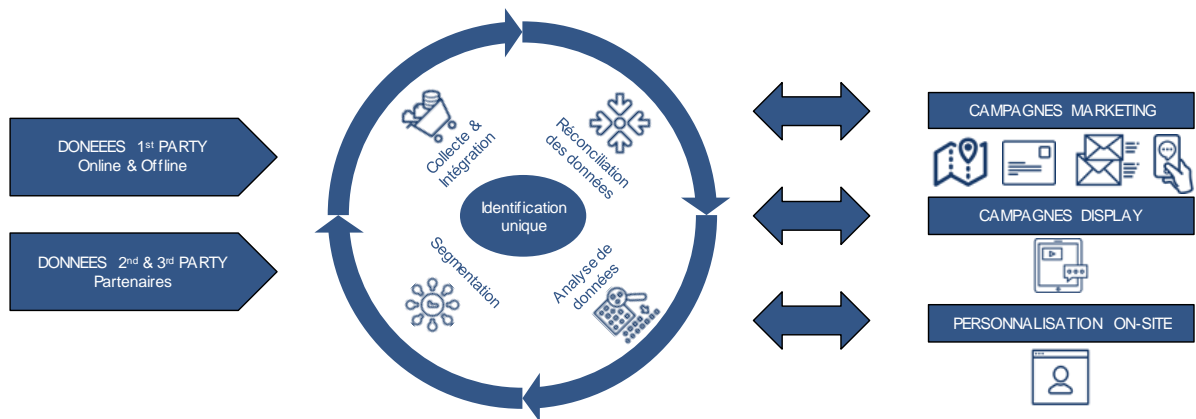
Les différentes offres :

- **La Full DMP** met à disposition auprès du client la totalité de la plateforme lui permettant de combiner différentes sources de data (1st, 2nd et 3rd Party)² pour une meilleure connaissance de ses propres clients. Segmenter la population selon cette connaissance permet de mieux cibler les profils utilisateurs (DSP) ou encore d'enrichir la gestion de la relation client.

² 1st party : informations directement issues des contacts de l'entreprise, 2nd party : données fournies par les partenaires de l'entreprise et 3rd party : informations achetées à des acteurs tiers (issues des cookies notamment)

- **Managed DMP** : Le client a accès à toute l'intelligence de la plateforme mais confie à Weborama l'achat des segments.
- **Data Services** : La Société propose des études ponctuelles d'analyse des données clients afin de mettre en évidence la typologie des utilisateurs au-delà des fonctionnalités disponibles en standard dans la DMP.
- **Accès Database** : il s'agit de licences pluriannuelles qui donnent accès aux profils de la base de données Weborama.

Figure 4 : Mécanisme de la Data Management Platform (DMP)



Source : Associés en Finance

II.C.2. Les projets en développement par la Société

Weborama concentre la plupart de ses investissements et charges aux innovations technologiques que le Groupe déploie ainsi qu'au design et au packaging de ses offres de solutions. Ainsi la Société approfondie la structuration de son offre en distinguant quatre axes :

- La connaissance client : pour qualifier l'audience.
- La segmentation : avec un enrichissement des données 1^{ère}, 2^{ème} et 3^{ème} parties et la création de taxinomies *ad hoc*.
- L'activation : permettant l'extension d'audience et de diffusion.
- La mesure : en temps réel déterminant l'attribution et la contribution.

Cette approche est basée sur trois actifs uniques dont la Société poursuit le développement :

- Une base de données internationales propriétaire ayant atteint 1,5 milliard de profils d'internautes. Ceux-ci sont qualifiés selon 220 critères et chaque critère est noté sur 20.
- L'Intelligence Artificielle en Sémantique qui représente une des clefs majeures d'accès à la connaissance client.
- Une équipe d'experts Data intégrée avec quatre pôles d'expertises : ingénierie, analyse, science et stratégie.

Dans un marché en perpétuelle mutation, la Société développe de nouveaux produits. Par exemple, BigFish est outil d'analyse et d'extraction de savoir sur tout type de corpus de textes. L'objectif est de permettre aux marques d'explorer leur univers grâce à un outil qui permet de traiter tout type de contenus textuels, de créer une taxinomie spécifique pour une marque et de communiquer sur ces thématiques en ciblant les internautes en affinité avec la thématique choisie. A cet outil, la Société

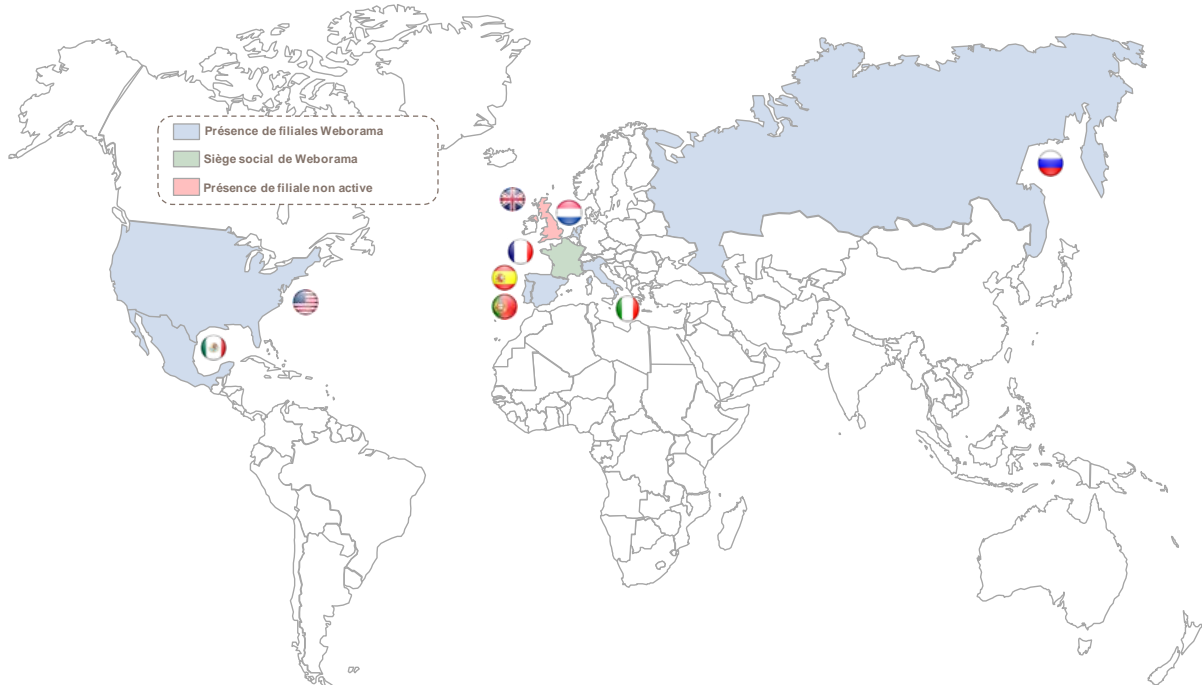
souhaite créer de nouvelle fonctionnalité afin de permettre à ces utilisateurs de sélectionner des sous-ensembles de textes réellement représentatifs au sein de corpus importants et de leur affecter une orientation exacte avec un temps de traitement compatible avec les contraintes de l'utilisateur.

Weborama souhaite également renforcer les performances en termes de rapidité de traitement de sa plateforme d'advertising, WCM.

II.C.3. Présence géographique

Au cours des années 2000, Weborama a réalisé de nombreuses opérations de croissance externe. Par ces acquisitions, la Société s'est implantée dans plusieurs pays. La première implantation a été réalisée en Espagne en 2005 avec la création de Weborama Iberica. Aujourd'hui, la Société opère dans 30 pays et compte 275 employés répartis entre Paris, New York, Madrid, Moscou, Milan, Lisbonne, Amsterdam et Mexico.

Figure 5 : Une présence mondiale



Source : Associés en Finance, Weborama

Weborama réalise désormais environ 70% de son chiffre d'affaires en dehors de l'hexagone.

Figure 6 : Ventilation du CA de Weborama par secteur d'activité en 2018

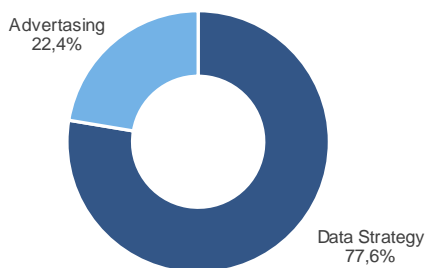
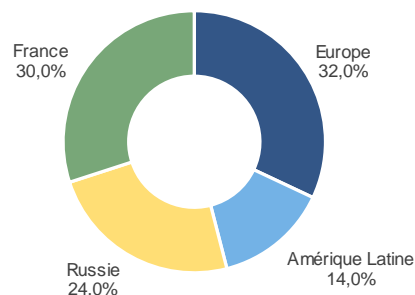


Figure 7 : Ventilation du CA de Weborama par zone géographique en 2017



Source : Weborama - Rapport Annuel 2018 et présentation des résultats annuels 2017

II.D. Marché et perspectives

Le marché de la publicité en ligne a connu une profonde mutation avec l'émergence des solutions digitales et de l'utilisation de données qui vont être de plus en plus utilisées tout en continuant d'être enrichies. Par exemple, l'exploitation des images et des voix ou le développement de support, comme les télévisions connectées, sont de nouvelles sources de données à exploiter.

Le ciblage comportemental est apparu au milieu des années 2000. Jusqu'à l'apparition du *real time bidding* (ci-après « **RTB** »), les données étaient exploitées dans des univers fermés. Le développement du RTB a permis l'exploitation des données digitales et le lancement de DMP.

Le marché de la DMP

Sur le plan national et international, les acteurs sont nombreux au niveau national comme au niveau international et la concurrence est importante. Le secteur des DMP et plus généralement de la segmentation et de l'activation des données est devenu très concurrentiel. Les petits acteurs ne peuvent pas rivaliser avec les grands acteurs américains. C'est le cas de la société Makazi qui a annoncé au début de l'année rencontrer de grosses difficultés financières.

Pour autant, en France, pour des raisons de confidentialité et de protections des données, les clients privilégient les fournisseurs français aux fournisseurs étrangers. En 2018, 83 % des clients DMP sont passés par des plateformes françaises. Outre Weborama, les solutions DMP pour les éditeurs français sont proposées par Mediarithmics et Ysance comme illustré dans la Figure 8.

Figure 8 : Les acteurs DMP en France en 2019



Source : MarTech-France.com

Le marché de l'adserving

Ce marché est dominé par les GAFAs. Google, à lui seul détient 50 % à 60 % de part de marché de l'adserving selon les pays. Google a acquis en 2007, Doubleclick et s'est alors doté d'un ad-exchange, devenu très puissant avec des capacités d'adserving des deux côtés de la barrière, en achat et en vente. Facebook qui avait acheté en 2013 Atlas a mis fin à cette activité en 2016 pour repositionner la solution uniquement comme outil de mesure interne. En 2019, Verizon Media a annoncé la fermeture de l'adserver de sa branche publicitaire d'ici fin 2020, évoquant des résultats en baisse liés à l'omniprésence de la solution Google DoubleClick.

Outre Weborama les acteurs indépendants encore présents sur le marché français sont le danois Adform et dans une moindre mesure la société Flashtalking.

L'omniprésence de l'outil Google a conduit le marché publicitaire à considérer que l'advertising n'était plus aussi générateur de valeur au sein de la chaîne média.

La mise en place du RGPD n'a pas permis de rogner la part de marché des GAFAs. Leurs outils continuent à grandir et il est de plus en plus difficile pour les sociétés de contourner ces acteurs. Passer par Google, par exemple, permet d'accéder à Youtube, le premier carrefour média mondial. Comme il

n'est pas possible d'utiliser deux adserver en même temps, beaucoup de sociétés choisissent de passer par les GAFA plutôt que par un acteur indépendant même si son offre semble plus appropriée.

Ces considérations pourraient toutefois évoluer, la position de Google étant de plus en plus critiquée et suspectée par les médias et les annonceurs en raison du monopole acquis sur les données. C'est l'analyse des principaux acteurs indépendants, dont Weborama qui poursuit ses efforts d'investissements afin de proposer une alternative crédible à Google.

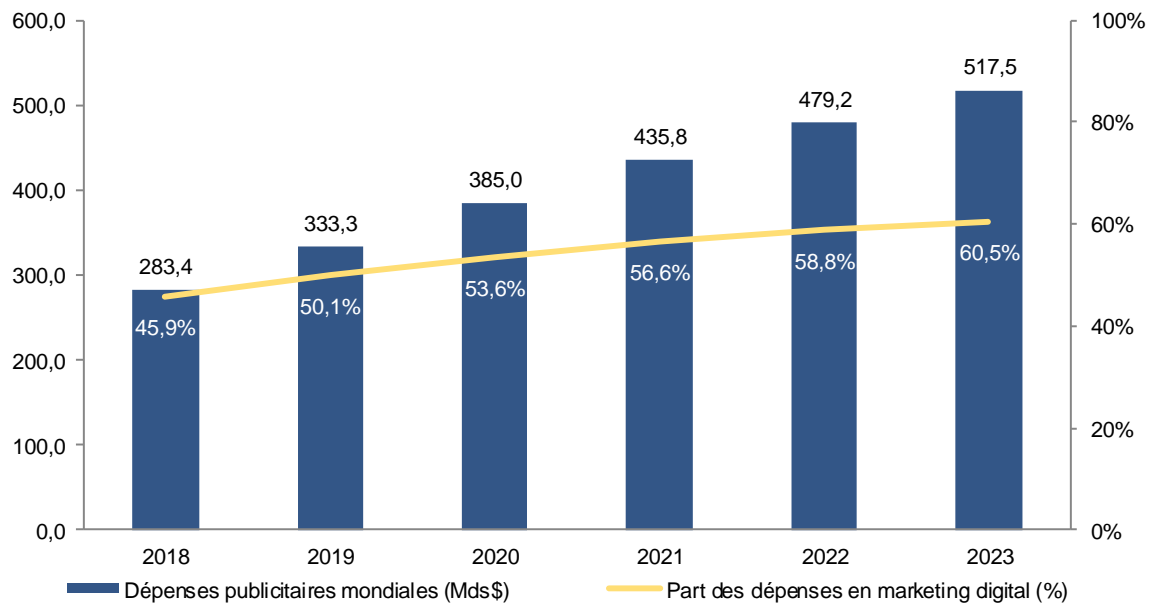
II.D.1. Le marché publicitaire digital

Le secteur de la publicité en ligne est marqué par une forte progression de son chiffre d'affaires global, les dépenses publicitaires qui alimentaient hier les médias « traditionnels » (presse écrite, télévision, cinéma) migrent vers les supports de la publicité en ligne, et tout spécialement vers les réseaux sociaux. A ce mouvement général s'ajoute une évolution interne, entre la catégorie désormais bien installée des publicités liées aux recherches sur internet, et celle, à plus forte croissance, qualifiée de « display », qui recouvre toutes les formes de publicité affichée sur les écrans et non spécifiquement liée aux recherches. Celle-ci peut prendre diverses formes : bannière simple ou animée, vidéos, publicité qui s'insère de façon très intégrée dans la page web.

Pour la première fois, en 2019, les investissements publicitaires digitaux vont être majoritaires au niveau mondial, en représentant 50,1 %³ de l'ensemble du marché comme illustré dans la Figure 9. La croissance des dépenses publicitaires devrait se maintenir à un niveau soutenu de + 12 % par an pour atteindre 517 Mds\$ en 2023. La majorité de cette croissance devrait être captée par les dépenses en marketing digital qui atteindront 313 Mds\$ en 2023, soit plus de 60 % des dépenses marketing globales.

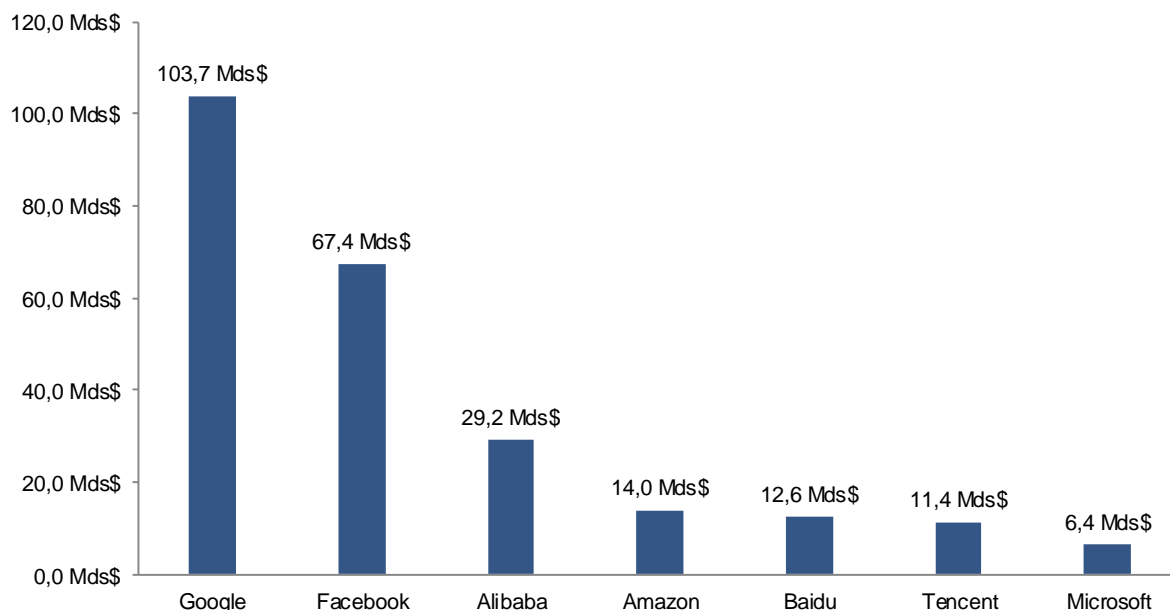
La part des dépenses en marketing digital augmente fortement dans tous les pays. Alors que la Russie dépassait à peine les 45,1 % en 2018, en 2019 ce taux devrait atteindre les 50 %. Le leader mondial dans ce domaine est la Chine dont le taux devrait approcher 70 % en 2019. En Europe, les pays nordiques, le Royaume Uni et l'Irlande ont les parts des dépenses digitales les plus importantes (supérieurs à 60 %).

³ Source : eMarketer

Figure 9 : Prévisions des dépenses publicitaires dans le monde


Source : eMarketer







Avec la digitalisation de la publicité, les acteurs du marché ont vu les géants du numériques, Google et Facebook en tête, capter une grande partie des parts de marché. Depuis 2012, les géants américains et chinois ne cessent de prendre de l'importance sur ce secteur. En 2018, les 7 principaux acteurs du marché de la publicité digitale font partie des GAFAM et des BATX.

Figure 10 : Principaux acteurs mondiaux du marché de la publicité digitale en 2018


Source : eMarketer

Au sein du digital, les prévisions de croissance sont soutenues en 2019 et 2020 comme illustré dans la Figure 11.

Figure 11 : Prévision de croissance annuelle des segments de la publicité (en %) en France

	2019	2020
 DISPLAY (Bannières)	9,0 %	9,3 %
 ONLINE VIDEO	20,5 %	18,6 %
 SOCIAL MEDIA	19,8 %	19,0 %
 PAID SEARCH	9,0 %	8,1 %
 MOBILE	21,4 %	17,7 %
 DESKTOP	-4,5 %	-2,6 %

Source : Dentsu Aegis

La croissance du marché de la publicité, tout canaux confondus est dominée de manière écrasante par les deux géants américains qui concentrent à eux seuls 78 % des investissements des annonceurs et captent 92 % de la croissance en France (en 2017).

Le Search et le Display sont des atouts pour la prospection digitale. Le Search concentre environ la moitié des investissements publicitaires sur internet à l'aide d'un ensemble de techniques *e-marketing* qui permettent de positionner des annonces commerciales sur les pages des moteurs de recherche à l'occasion des requêtes précises. Le Search permet de cibler des prospects déjà intéressés par l'activité d'une marque grâce aux mots-clés utilisés. La croissance du Search est portée par la croissance du mobile au détriment de la croissance desktop. Elle est attendue à +21,4 % en 2019 et +7,7 % en 2020 contre -4,5 % et -2,6 % respectivement en 2019 et 2020 pour le desktop.

Le Display reçoit également une grosse part des investissements publicitaires sur Internet (environ 35 %). Il a l'avantage d'être particulièrement précis en termes de ciblage, puisqu'il cible l'internaute à partir du site support qui abrite la bannière publicitaire ou à partir de caractéristiques de l'internaute comme le font les réseaux sociaux ou les régies publicitaires. Il permet une mesure de l'efficacité en temps réel ainsi que le taux de clic associé. La bonne dynamique du Display est portée par la vidéo, +20,5 % en 2019 et +18,6 % en 2020 contre +9,0 % et +9,3 % respectivement en 2019 et 2020 pour le display classique (bannières).

II.E. Fondamentaux de l'environnement opérationnel

Barrières à l'entrée

Si ce secteur se développe dans le cadre d'une dynamique technologique puissante, son équilibre concurrentiel est fragile. De nombreux fournisseurs de services d'intermédiation et d'exploitation de données sont entrés sur le marché, et captent aujourd'hui une partie de la valeur issue de la commercialisation des espaces publicitaires des éditeurs et de l'exploitation des données des individus. Cependant l'accumulation et le stockage des données, la capacité à les exploiter, la nécessité d'atteindre une taille critique et les effets des réseaux constituent des barrières à l'entrée significatives. Les données recueillies auprès des utilisateurs renforcent les effets de réseau nécessaires au fonctionnement de la plateforme, dans la mesure où les données sur le comportement des utilisateurs du moteur de recherche permettent de mieux cibler les messages des annonceurs.

La data ayant une très grande valeur pour les annonceurs, les plateformes recueillant un volume important de données sont en mesure d'attirer un plus grand nombre d'annonceurs. Dès lors, la collecte de données confère à la plateforme en place un avantage par rapport à un nouvel entrant, qui réunit peu d'utilisateurs et ne peut donc collecter massivement ces données.

Au-delà du volume de données, il est important de prendre en compte leur pertinence et la capacité à les traiter efficacement. Une plateforme d'ores et déjà établie sur un marché pourra recueillir un volume de données augmenté et améliorera sa capacité à les croiser et les affiner, et ainsi accroître leur qualité et leur valeur.

Un marché dominé par des acteurs de grande taille

Dans cet environnement concurrentiel, on observe une nette domination de deux grands acteurs, Google et Facebook. Le modèle d'intégration verticale de ces deux géants, qui est fondé sur une présence dans l'édition et l'intermédiation technique, apparaît constituer un avantage concurrentiel significatif.

Google a développé une présence inégalée sur l'ensemble des métiers de l'intermédiation, en fournissant des services d'intermédiation, tant aux annonceurs qu'aux éditeurs. Les outils d'achats d'espaces publicitaires de Google ou Facebook constituent par ailleurs l'unique plateforme permettant de mettre en œuvre des campagnes publicitaires sur les sites qu'ils éditent, et qui sont les services bénéficiant de l'audience la plus importante dans les pays occidentaux.

Risque de régulation

Pour la première fois depuis plus de 20 ans, l'entrée en vigueur du RGPD vient harmoniser et mettre à jour les lois sur la protection des données dans l'Union européenne. Les dispositions du RGPD sont directement applicables dans toute l'Union européenne depuis le 24 mai 2018. Les entreprises doivent dorénavant apporter une attention particulière à l'information et l'adhésion des consommateurs des traitements au regard du risque que cette réglementation vient faire peser sur elles. Le RGPD vient ainsi renforcer la possibilité, pour les personnes, d'avoir le contrôle sur les données qu'elles génèrent en leur permettant d'être mieux informées et en leur donnant des droits.

Le marché du secteur de la publicité digitale a ralenti en 2018, impacté par l'attentisme des annonceurs lié à la mise en place du RGPD. L'activité des entreprises du secteur repose sur l'analyse du comportement des individus en ligne et hors ligne, leurs centres d'intérêt, la géolocalisation, et donc sur une collecte massive de données personnelles. Dans un premier temps, la mise en place du RGPD a provoqué une réduction des données mais elle devrait permettre aux entreprises du secteur de disposer de bases de données plus fiables.

Suite au RGPD, de nombreux pays étudient l'adoption d'un texte réglementaire visant à la transparence des traitements de données opérés, au renforcement du droit des personnes, et à la protection des individus. A titre d'exemple, l'Etat de Californie a adopté le *California Data Privacy Protection Act* qui rentrera en vigueur le 1^{er} janvier 2020.

Les traitements de données opérés par Weborama rentrent également dans le champ d'application de la prochaine Règlementation E privacy relative aux cookies et à la communication via les terminaux électroniques.

Risque de change

Les activités de la filiale russe sont effectuées en roubles. Cela introduit un risque de change sur l'ensemble des résultats de la filiale. Sur les deux derniers exercices, la dépréciation du rouble a engendré un effet de change négatif sur les comptes de la Société.

Weborama est également exposé au dollar américain. Le risque est cependant neutralisé car la Société effectue des achats de données brutes, de services Cloud en dollar mais réalise en contrepartie un chiffre d'affaires également en dollar auprès de clients internationaux.

Figure 12 : Analyse SWOT de Weborama

Forces	Faiblesses
Pionner dans le marketing on-line	Nécessité de conforter la présence sur le marché par des acquisitions
Forte valeur ajoutée en terme de technologie et de Data Science	<i>Business model</i> en perpétuelle évolution
Propriétaire de ses technologies	Pas de stabilité dans les métiers historiques
Capacité d'innovation forte	Investissements nécessaires dans des technologies prometteuses doublés par celles des acteurs dominants
	Exposition au risque de change
Opportunités	Menaces
Positionnement sur des marchés à fort potentiel à l'international	Moyens financiers illimités des acteurs dominants
Solution alternative crédible à l'omniprésence des GAFA	Acteurs dominants très manoeuvrants
Le RGPD permettra de disposer de bases de données fiables	Evolutions technologiques
Taille critique permettant de s'adresser à une clientèle premium	Environnement concurrentiel multiforme et mouvant
Evolutions réglementaires	Pression sur les prix

Source : Associés en Finance

II.F. Analyse financière de Weborama

II.F.1. Analyse du compte de résultat

Tableau 1 : Compte de résultat consolidé de Weborama depuis 2015

Compte de résultat (K€)	2015	2016	2017	2018	S1 2019
Chiffre d'affaires	26 182	29 054	31 379	32 265	15 151
<i>Croissance</i>	9,4%	11,0%	8,0%	2,8%	(5,4%)
<i>dont Advertising</i>	11 354	11 685	10 120	8 536	
<i>dont Data Strategy</i>	11 151	17 369	21 259	23 729	
Achats directs	(9 672)	(11 516)	(10 642)	(12 401)	(5 190)
Marge brute	16 510	17 538	20 737	19 864	9 961
<i>Marge brute (%)</i>	63%	60%	66%	62%	66%
Salaires et traitements	(11 087)	(11 411)	(12 886)	(14 044)	(7 770)
Autres produits et charges opérationnels courantes	(1 735)	(1 827)	(1 791)	(3 626)	(1 231)
EBITDA	3 688	4 300	6 060	2 194	960
<i>Marge d'EBITDA (%)</i>	14,1%	14,8%	19,3%	6,8%	6,3%
Dotations nettes Amortissements	(2 719)	(3 200)	(3 769)	(4 405)	(2 480)
Dotations nettes Provisions	(142)	(244)	(170)	(4)	(8)
EBIT	829	858	2 121	(2 215)	(1 526)
<i>Marge d'EBIT (%)</i>	3,2%	3,0%	6,8%	-6,9%	-10,1%
Résultat financier	(162)	(227)	(226)	(211)	(7,0)
Résultat avant impôts	667	631	1 895	(2 426)	(1 533)
Résultat exceptionnel avant impôts	(225)	(350)	(30)	(476)	(304)
Participations	-	-	-	(23)	-
Impôts totaux	949	1 153	1 388	1 878	1 125
Résultat après impôts	1 391	1 434	3 253	(1 047)	(711)
Minoritaires	446	788	854	764	426
Mise en équivalence	24	51	75	61	50
Dot. Aux amort. Des écarts d'acquisition	(414)	-	-	-	1
Résultat net comptable part du groupe	556	696	2 474	(1 749)	(1 086)

Sources : Weborama, Associés en Finance

Chiffre d'affaires

Weborama a enregistré en 2018 une croissance de 2,8% de son chiffre d'affaires dans un environnement de marché ralenti par l'impact de la mise en place du RGPD et d'un développement US dont la concrétisation est plus longue qu'attendue.

La croissance du chiffre d'affaires est toutefois contrastée entre les deux pôles d'activité. Le pôle Data Strategy, qui concentre l'ensemble des investissements, conserve une forte dynamique avec des nouveaux clients et des clients historiques sur des missions étendues. Son chiffre d'affaires est en progression de +12%, à 23,7 M€, soit 74% du CA consolidé, contre 68% en 2017.

Sur l'exercice, les ventes à l'international représentent environ 70% du chiffre d'affaires.

Au premier semestre 2019, le chiffre d'affaires est en recul de 5,4% par rapport au 1^{er} semestre 2018 et ce malgré la légère croissance du pôle Data Strategy (+0,9 %). Le chiffre d'affaires à l'international s'établit à 68%, en léger retrait par rapport à la même période lors de l'exercice précédent, dont 33% en Europe (hors France), 19 % en Russie et 16 % aux Etats-Unis. Au premier semestre 2019, le pôle Advertising affiche une baisse de -21 % à 3,4 M€.

Marge brute

La baisse du taux de marge brute 2018 s'explique par la forte augmentation des achats de données brutes pour constituer l'offre Data aux Etats-Unis notamment. Ces achats constituent un investissement destiné à étendre la taille et la profondeur de la base de données de profils afin de préparer la croissance future.

Sur le premier semestre 2019, le taux de marge brute ressort à 66 %, en amélioration par rapport à la même période de l'exercice précédent (64 %).

Résultat d'exploitation

Le résultat d'exploitation est négatif en 2018. La baisse de la marge brute, les charges d'implantation de nouvelles activités aux Etats-Unis et les investissements de R&D ont pesé sur le résultat. La dévaluation du rouble a également eu un impact négatif.

Le résultat d'exploitation ressort également négatif sur le premier semestre 2019, à -1,53 M€ (contre -0,15 M€ au premier semestre 2018). Les investissements en matière de R&D se sont poursuivis sur la période.

Crédit d'impôt recherche

Weborama active une partie de ses dépenses en Recherche & Développement et bénéficie depuis plusieurs années du crédit d'impôt recherche (ci-après « **CIR** »). En 2018, le CIR se monte à 2,1 M€ en hausse de 10% par rapport à 2017 (1,89 M€).

Au premier trimestre 2019, compte tenu de ses efforts soutenus, le Groupe a bénéficié d'un CIR de 1,2 M€.

Intérêts minoritaires et mise en équivalence

Les intérêts minoritaires correspondent au solde de 49 % restant du capital de la société Interactive Services Russie.

La Société You don't need a CRM (ex Yoolink) est détenue à hauteur de 37 % et consolidée par mise en équivalence dans les comptes de la Société.

II.F.2. Analyse du bilan

Tableau 2 : Bilan consolidé de Weborama depuis 2015

Bilan (K€)	2015	2016	2017	2018	S1 2019
Immobilisations incorporelles	11 329	12 349	13 651	14 766	15 500
<i>dont survaleur</i>	5 839	5 839	5 839	5 839	5 839
Immobilisations corporelles	997	1 065	1 325	1 165	1 137
Créances d'exploitation	16 812	17 764	18 566	16 497	18 804
Actif d'exploitation	29 138	31 178	33 542	32 428	35 441
Immobilisations financières	719	830	940	670	723
Tresorerie	5 863	5 574	4 653	7 898	5 047
Actif total	35 719	37 582	39 135	40 995	41 210
<i>% act immo / actif exploitation</i>	42%	43%	45%	49%	47%
Fonds propres PdG	17 436	17 833	20 185	23 365	22 389
Minoritaires	224	609	881	919	997
Provisions	250	244	30	1	-
<i>Dettes financières nettes</i>	<i>(1 512)</i>	<i>800</i>	<i>284</i>	<i>(3 927)</i>	<i>(1 703)</i>
Dettes financières brutes	4 351	6 374	4 937	3 971	3 344
Dettes d'exploitation	13 457	12 522	13 101	12 739	14 480
Passif total	35 719	37 582	39 135	40 995	41 210

Sources : Weborama, Associés en Finance

Structure financière

Suite à l'augmentation de capital de 5,6 M€ réalisée en décembre 2018, le Groupe dispose au 31 décembre 2018 d'une trésorerie de 7,9 M€ avec un endettement financier en diminution de 1,1 M€ à 3,8 M€ et des capitaux propres (yc intérêts minoritaires) de 24,3 M€ (contre 21,1 M€ en 2017).

Au 30 juin 2019, le Groupe dispose d'une trésorerie de 5 M€ avec un endettement financier en diminution à 2,6 M€ (contre 3,8 M€ au 31/12/2018) et des capitaux propres de 22,4 M€.

La Société a souscrit plusieurs lignes de crédits entre juillet 2019 et octobre 2019 pour un montant global de 7 M€ dans le cadre du financement des dépenses immatérielles de son plan de développement.

A fin octobre 2019, la trésorerie de la Société est de 8,84 M€ et la dette financière se monte à 9,41 M€, soit une dette nette de 0,57 M€.

Les indemnités pour retraite dues au personnel sont enregistrées en engagements hors bilan et non sous forme de provision dans les comptes de la Société du fait de leur caractère non significatif. Ils se montent à 16,5 K€ en 2018 (10,1 K€ en 2017).

Besoin en Fond de Roulement

Le Besoin en Fonds de Roulement (BFR) de Weborama est structurellement positif et atteint 3,8 M€ à fin 2018. Sur la période 2015-2018, le BFR varie entre 11,6 % et 18,0 % du chiffre d'affaires, représentant entre 43 jours et 66 jours de chiffre d'affaires. Compte tenu de l'activité de la Société, qui ne nécessite pas de constituer de stock, le BFR est essentiellement constitué des créances clients, des créances liées au CIR à recevoir et de dettes fournisseurs.

II.F.3. Analyse du tableau de flux

Tableau 3 : Tableau de flux consolidé de Weborama depuis 2015

Flux de trésorerie (K€)	2015	2016	2017	2018	S1 2019
Capacité d'autofinancement	4 186	4 770	6 662	3 354	1 767
Variation du BFR	569	(1 331)	126	837	(769)
Flux générés par l'activité	4 754	3 439	6 788	4 190	998
Investissements en immobilisations	(3 765)	(4 492)	(5 420)	(5 376)	(3 189)
Cession d'immobilisations	5	-	9	-	1
Remboursement immobilisations financières	-	56	12	318	-
Flux liés aux opérations d'investissement	(3 760)	(4 436)	(5 399)	(5 057)	(3 188)
Distributions (dont intérêts minoritaires)	(20)	(583)	(494)	(622)	(449)
Autre variation des fonds propres	-	-	-	5 498	-
Encaissement d'emprunts	-	3 487	493	405	153
Remboursements d'emprunts	(1 084)	(883)	(1 345)	(1 352)	(561)
Autres variations financières	(517)	(1 059)	(756)	546	(15)
Flux liés aux opérations de financement	(1 621)	962	(2 102)	4 475	(872)
Variation de trésorerie hors change	(627)	(35)	(713)	3 608	(3 062)
Incidence des variations de change	(348)	(253)	(209)	(362)	211
Variation de trésorerie	(975)	(288)	(922)	3 246	(2 851)

Sources : Weborama, Associés en Finance

Investissements

Les investissements sont principalement liés à des dépenses de recherche et de développement. Il s'agit de frais de personnel afférent au temps passé sur les projets de R&D. Ces frais correspondent à des nouvelles fonctionnalités sur des produits existants et à des nouveaux produits.

Entre 2015 et 2018, les dépenses d'investissement varient entre 14,4 % et 17,3 %. Elles ont tendance à augmenter sur la période. En outre, sur la période 2015-2018, le rapport entre les investissements et les dotations aux amortissements est stable reflétant le maintien d'un effort d'investissement de la Société.

Distribution de dividendes

La Société ne verse pas de dividendes.

III. Examen des conditions de l'Offre

L'Offre fait suite à (i) la sortie d'actionnaires minoritaires historiques tels que La Financière Arbevel qui détenait 5,49 % du capital, à (ii) la faible liquidité de l'action Weborama et à (iii) la très faible participation des actionnaires minoritaires à l'augmentation de capital fin 2018. A l'issue de ces opérations, les actionnaires majoritaires détiennent 80,66 % du capital.

Associés en Finance a pris connaissance de l'ensemble des accords conclus dans le cadre de la présente opération afin d'en examiner les éventuelles conséquences, notamment :

- Les statuts de la Société ;
- Les opérations sur les titres de la Société ;
- Le contrat de cession d'un bloc conclu avec La Financière Arbevel ;
- Le contrat de prestation de service entre Weborama et Startup Avenue ;

- La convention de liquidité entre Weborama et Startup Avenue ;
- Le projet de note d'information en date du 06 décembre 2019;
- La note d'information suite au relèvement de 0,20 € du prix d'Offre par l'Initiateur (ci-après la « **Note d'Information** ») ;
- Le projet de note en réponse en date du 3 décembre 2019 ;
- La note en réponse suite au relèvement de 0,20 € du prix d'Offre par l'Initiateur (ci-après la « **Note en Réponse** ») ;
- Le mécanisme de liquidité des actions gratuites (ci-après le « **Mécanisme de Liquidité** »).

III.A. Augmentation de capital en novembre 2018

Weborama a levé 5,6 M€ lors de son augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription (ci-après « **DPS** ») des actionnaires lancée le 20 novembre 2018 au prix de 8,30 euros par action. La très faible participation des actionnaires minoritaires à cette augmentation de capital (2,6 %) a conduit Startup Avenue à souscrire à hauteur de 97,4 % à l'augmentation de capital.

Le montant final brut de l'opération correspond à l'émission de 675 031 actions nouvelles, représentant 115% des actions initialement offertes. A l'issus de cette opération, Startup Avenue détenait 64,26 % du capital de Weborama.

Cette augmentation visait à renforcer les ressources à long-terme du Groupe, afin de poursuivre et d'intensifier les investissements portant principalement sur le recrutement d'experts, le développement de l'activité aux USA, l'extension géographique et l'évolution permanente de la structure de la base de données du Groupe.

Le prix de souscription de 8,30 € par action fait ressortir une décote de 0,20 % par rapport à la moyenne pondérée des cours des 20 séances de bourse de l'action Weborama précédents le 14 novembre 2018 (8,32 €). Sur la base du cours de clôture de l'action Weborama le 14 novembre 2018, soit 8,10 €, la valeur théorique du DPS s'élève à 0,001 € et le prix d'émission fait apparaître une prime de 2,48 % par rapport à la valeur théorique de l'action ex-droit (8,099 €).

L'incidence de cette émission, à hauteur de 115 % de l'offre, sur la situation des actionnaires ne souscrivant pas à l'augmentation de capital est une dilution de 0,84 % sur une base non diluée et 0,79 % sur une base diluée après prise en compte des actions gratuites restant à attribuer.

III.B. Autres opérations sur les titres de la Société

A la connaissance de la Société, plusieurs opérations ont été réalisées au prix de marché pour le compte de Startup Avenue sur les actions Weborama et ont fait l'objet d'une publicité auprès de l'Autorité des Marchés Financiers :

- Le 10 décembre 2018, acquisition d'un bloc de 169 344 actions⁴, soit 4,03 % du capital, auprès d'un fond d'investissement au prix unitaire de 7,00 €
- Le 7 mars 2019, acquisition de 6 687 actions au prix de 6,10 €
- Le 12 avril 2019, acquisition de 31 625 actions au prix unitaire de 4,40 €

⁴ L'acquisition d'un bloc le 10 décembre 2018 a été réalisée sans conclusion d'accord spécifique

- Le 29 juillet 2019, acquisition de 6 731 titres au prix unitaire de 4,90 €

III.C. Contrat de cession d'un bloc portant sur 5,49 % du capital

Le 20 novembre 2019, l'Initiateur a procédé à l'acquisition d'un bloc de 230 442 actions représentant autant de droits de vote, soit 5,49 % du capital et 3,64 % des droits de vote de la Société, au prix de 5,40 € par action auprès de la société La Financière Arbevel. Au titre de cession relatif au transfert de bloc, la Financière Arbevel est en droit de recevoir un complément de prix dans l'hypothèse où l'Initiateur viendrait à déposer une offre publique d'achat à un prix supérieur à celui du Transfert de Bloc dans les 6 mois de la date du Transfert de Bloc, soit jusqu'au 6 juin 2020. Suite au relèvement de l'Offre, la Financière Arbevel recevra au titre dudit complément de prix, 0,20 € par action. Il n'existe aucun autre mécanisme de complément ou d'ajustement de prix dans le cadre du Transfert de Bloc.

Nous considérons que cet accord n'est pas susceptible de remettre en cause l'égalité de traitement entre actionnaires et ne comporte pas de complément de prix susceptible d'être versé à l'actionnaire cédant.

III.D. Accords entre les parties : contrat de prestations de services et convention de trésorerie

Il existe un contrat de prestations de services qui pré-existe à la présente Offre et contribue à un fonctionnement optimisé de l'activité de Weborama. Ce contrat encadre le rôle de Startup Avenue qui a un rôle de direction, d'animation, d'impulsion et de coordination des activités des deux entités. Les montants facturés au titre de 2018 s'élèvent à 122 K€.

Il existe également une convention de gestion centralisée de trésorerie entre Startup Avenue, et Weborama. Les parties, unies entre elles par des liens de contrôle en capital, ont confié à Startup Avenue le soin de gérer la trésorerie de l'ensemble des entités afin de favoriser la coordination et l'optimisation de l'utilisation des excédents ou de la couverture des besoins de trésorerie appréciés globalement au niveau du groupe. La convention de trésorerie comporte des clauses classiques en la matière, prévoyant une rémunération de l'argent prêté ou emprunté indexée sur le taux de référence (le taux moyen de rendement des obligations des sociétés privées) auquel s'ajoute un spread différent s'il s'agit d'un prêt ou d'un emprunt. Cette convention de trésorerie constitue un facteur de souplesse pour la gestion opérationnelle de Weborama. Compte tenu des avances consenties à Startup Avenue au cours de l'année 2018 de 106 K€ et du remboursement d'une partie de ces avances à hauteur de 700 K€, le solde s'élève à 780 K€ au 31 décembre 2018 pour un produit d'intérêt de 19 K€.

Ce contrat de prestations de services et cette convention de gestion centralisée de trésorerie pré-existent à l'Offre et ne constituent donc pas un avantage particulier au bénéfice de Startup Avenue, initiateur de l'Offre.

Par ailleurs, il n'existe aucun accord connexe à l'Offre dont nous ayons eu connaissance susceptible d'induire un avantage spécifique pour l'initiateur de l'Offre.

III.E. Contrat de liquidité

Depuis le 18/11/2013, Weborama a confié à LOUIS CAPITAL MARKETS la mise en œuvre d'un contrat de liquidité conforme à la Charte de déontologie de l'AMAFI approuvée par l'Autorité des marchés financiers par décision du 21 mars 2011.

Dans ce cadre, au cours de l'exercice clos le 31 décembre 2018, la Société a acheté au total 21 161 actions de la Société, et en a vendu 19 419. Le cours moyen des achats et des ventes a été respectivement de 10,35 € et 10,55 €.

Au 20 novembre 2019, le contrat de liquidité se compose de 7 697 actions.

III.F. Plans d'attributions gratuites d'actions et mécanisme de liquidité

Weborama a mis en place 2 plans d'attribution d'actions gratuites en 2018, respectivement attribués le 15 juin 2018 (ci-après « **AGA Juin 2018** ») après autorisation de l'Assemblée Générale du 31 mai 2018, et le 1^{er} octobre 2018 (ci-après « **AGA Octobre 2018** ») après autorisation de l'Assemblée Générale du 31 mai 2018. Les plans d'attribution d'actions gratuites se décomposent de la manière suivante :

- AGA Juin 2018 : il concerne 163 500 actions dont la période d'acquisition court jusqu'au 30 juin 2020 et sera suivie d'une période de conservation jusqu'au 30 juin 2021. Le plan est couvert par des actions existantes ou à émettre par la Société ;
- AGA Octobre 2018 : il concerne 2 000 actions, dont la période d'acquisition court jusqu'au 1^{er} octobre 2020 et sera suivie d'une période de conservation jusqu'au 1^{er} octobre 2021. Le plan est couvert par des actions existantes ou à émettre par la Société.

Les actions gratuites ne seront pas visées par l'Offre, étant donné que leurs périodes d'acquisition et/ou de conservation devraient se terminer postérieurement à l'ouverture de l'Offre.

Le Mécanisme de Liquidité que l'Initiateur s'est engagé à mettre en place consiste en des contrats conclus avec chacun des attributaires des AGA Juin 2018 et AGA Octobre 2018, qui prévoient les conditions de promesses d'achat et de vente sur les actions sous-jacentes afin de leur permettre de bénéficier d'une liquidité en numéraire.

En vertu du contrat de liquidité, l'Initiateur s'engage à acquérir les actions gratuites après l'expiration de la période d'acquisition (30 juin 2020 pour les AGA Juin 2018 et 1^{er} octobre 2020 pour les AGA Octobre 2018) et, le cas échéant, de la période de conservation, sur demande de chaque bénéficiaire d'actions gratuites indisponibles (30 juin 2021 pour les AGA Juin 2018 et 1^{er} octobre 2021 pour les AGA Octobre 2018).

En cas de mise en œuvre éventuelle d'un retrait obligatoire, les actions gratuites indisponibles ne seront pas visées par ledit retrait obligatoire mais seront cédées à terme à l'Initiateur dans le cadre du contrat de liquidité pour les bénéficiaires ayant accepté le contrat de liquidité. Les actions gratuites indisponibles faisant l'objet du contrat de liquidité seront réputées détenues par l'Initiateur en vertu des règles d'assimilation à la détention d'actions prévues à l'article L. 233-9 du Code de commerce.

Le prix d'exercice des promesses d'achat et de vente sera égal au prix de l'Offre minoré du montant brut de toute éventuelle distribution effectivement perçue par le bénéficiaire. Le contrat de liquidité sera caduc à défaut de livraison ou si le retrait obligatoire devait toujours être en cours à la date de livraison (permettant ainsi aux actions gratuites indisponibles d'être transférées à l'Initiateur dans le cadre du RO). Par le Mécanisme de Liquidité, l'attributaire des actions gratuites bénéficiera du même avantage octroyé aux actionnaires minoritaires. Le prix fixé dans le cadre du mécanisme de liquidité n'offre donc aucun avantage aux titulaires d'actions gratuites.

III.G. Conclusion

Notre analyse des accords connexes nous conduit à considérer qu'ils ne sont pas susceptibles de nuire aux intérêts des actionnaires de Weborama dans le cadre de l'Opération.

IV. Evaluation de Weborama

IV.A. Méthodes de valorisation écartées

IV.A.1. Méthode de l'actif net réévalué

La méthode de l'actif net réévalué permet de calculer une valeur théorique des capitaux propres en procédant à une revalorisation en valeur de marché des actifs et passifs. Cette méthode est particulièrement pertinente pour des sociétés holdings, mais n'est pas satisfaisante dans le cadre de la valorisation de Weborama, dans la mesure où elle ne permet pas d'appréhender pleinement l'activité de la Société à l'inverse des méthodes de valorisation par actualisation des flux prévisionnels qui ont été retenues.

IV.A.2. Valorisation par les transactions comparables

La méthode des transactions comparables se fonde sur l'observation des multiples constatés lors des opérations de fusions-acquisitions récentes jugées comparables en termes d'activité et de contexte transactionnel, géographique et temporel, dont les conditions financières ont été rendues publiques. Cette méthode se heurte couramment à l'absence de données fiables sur ces multiples ou à la faiblesse du nombre de transactions récentes sur des sociétés réellement comparables.

De la même manière que pour la méthode des comparables boursiers présentée dans la Section IV.A.3, la recherche de transactions portant sur des sociétés comparables à Weborama est complexe. Il s'y ajoute 2 difficultés supplémentaires, que sont l'appréciation du contexte transactionnel, notamment appréciée en termes de part du capital acquise et de prise de contrôle, et la situation de marché au moment de la réalisation de la transaction. Dans le cas présent, nous avons identifié un échantillon de sept transactions comparables mais aucune information publique et complète n'est disponible sur les conditions financières de ces transactions. Ces transactions sont indiquées ci-dessous :

- Le 31 mai 2019, Amazon annonce avoir fait l'acquisition des activités Ad Server et DCO de Sizmek, plate-forme d'achat media programmatique présente dans plus de 70 pays. Pour le moment, les deux activités, acquises pour 36 M\$, continueront d'opérer indépendamment d'Amazon. L'objectif pour Amazon est de concurrencer Google et Facebook, leaders de la publicité digitale.
- Le 31 mars 2019, Walmart a annoncé l'acquisition de Polymorph Labs, start-up spécialisée dans la publicité, pour son activité Walmart Media Group. Cette acquisition permettra aux annonceurs de Walmart de cibler la communication en fonction des comportements d'achats et d'automatiser la livraison publicitaire avant de mesurer l'impact de la communication.
- Le 17 juillet 2018, l'éditeur britannique de sites spécialisés Future a annoncé l'acquisition du groupe américain Purch pour 132,5 M\$. Cette acquisition portait sur la marque Purch, ainsi que sur l'ensemble du portefeuille de marques du groupe. L'acquisition permettra à Future d'étendre sa présence aux Etats-Unis. Purch Group est spécialisé dans le marketing digital.
- En décembre 2018, Chandago a réalisé une levée de fonds d'un montant non communiqué auprès de plusieurs investisseurs dont Ycor, qui en devient l'actionnaire majoritaire. Chandago propose des solutions aux entreprises, sécurisées par la blockchain, pour leur permettre de recueillir le consentement des clients ou des visiteurs de leurs sites afin d'assurer leur mise en conformité avec le règlement général sur la protection des données (RGPD).

- En février 2018, Alkemy a acquis 51 % du capital d'Ontwise et devrait acquérir le solde d'ici 2022. Ontwise est une société espagnole également implantée au Mexique, spécialisée dans l'analyse de données.
- En 2017, Digital 360 a acquis, en deux temps, la société italienne Effetodomino. Effetodomino est spécialisée dans le marketing digital et la génération de base de données.
- En février 2013, Facebook annonce l'acquisition d'Atlas Advertiser Suite auprès de Microsoft. La spécialité d'Atlas est l'analyse sociologique et les impacts des campagnes de communication afin d'aider les entreprises à améliorer et orienter leurs campagnes.

IV.A.3. Valorisation par la méthode des comparables boursiers

La méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par l'observation des multiples auxquels s'échangent les titres de sociétés cotées du même secteur et par l'application de ces multiples aux agrégats correspondants pour la société étudiée.

La pertinence de cette méthode analogique est liée à la possibilité de disposer d'un échantillon de sociétés similaires en termes de profil de risque, de secteur d'activité, de géographie, de taille et de rentabilité, mais aussi à la stabilité et à la régularité des niveaux de marges et de croissance sur l'horizon de mise en œuvre de ce type de méthode (en général prévisions à deux ou trois ans).

Les sociétés comparables à Weborama sont rares, en raison de la spécificité des activités du Groupe, Weborama intervenant sur deux pôles d'activité. Concernant les services aux annonceurs, Weborama est en concurrence directe sur les *Ad Server* avec Google (DoubleClick Campaign Manager), AppNexus, Sizmek, Zebestof et Adverline. La concurrence sur le segment des DMP est également importante avec entre autres : BlueKai (Oracle), Adobe Audience Manager, Krux (Salesforce), Audience Center 360 (Google), Makazi, Nugg.ad, Mediamath, Lotame, Mediarithmics et Ysance.

Les concurrents directs sont soit non cotés, soit des filiales de sociétés de taille significativement plus importante dont l'activité principale n'est pas comparable. Dans le cas présent, nous avons identifié un échantillon de 8 sociétés comparables, construit suivants trois critères :

- Activité : Présent sur au moins l'un des deux segments sur lequel Weborama opère ;
- Géographie : activité réalisée principalement en Europe, Russie et Etats-Unis ;
- Taille : sociétés considérées comme *small cap*, c'est-à-dire dont la capitalisation boursière est inférieure à 750 M€.

Le Tableau 4 présente les caractéristiques opérationnelles des sociétés comparables retenues.

Tableau 4 : Caractéristiques opérationnelles des sociétés comparables au 20 novembre 2019

Société	Pays	CA	EBITDA	EBIT	TCAM 2019-2021			CAPEX / CA		
		2018R	2018R	2018R	CA	EBITDA	EBIT	2019E	2020E	2021E
Antevenio	Espagne	29,5	3,1	3,0	4,7%	32,3%	56,3%	(2,3%)	(2,2%)	(2,1%)
Hopscotch	France	145,6	4,0	3,3	12,2%	12,7%	12,9%	(0,4%)	(0,4%)	(0,4%)
1000mercis	France	68,1	8,6	5,3	7,4%	14,4%	33,9%	(5,1%)	(5,1%)	(5,1%)
ad pepper media Inter.	Allemagne	20,3	1,2	1,0	8,5%	11,5%	29,0%	(0,9%)	(0,9%)	(0,9%)
Digital360	Italie	22,5	1,7	0,3	10,8%	31,1%	51,8%	nd	nd	nd
DigiTouch	Italie	32,2	3,1	1,0	nd	nd	nd	(8,6%)	(2,5%)	nd
Ebiquity	RU	104,5	5,6	3,4	nd	nd	nd	(4,8%)	(2,3%)	nd
Artefact	France	67,6	0,9	0,1	17,9%	ns	nd	(0,8%)	(0,8%)	(1,1%)
Moyenne					10,2%	20,4%	36,8%	(3,3%)	(2,0%)	(1,9%)
Médiane					9,7%	14,4%	33,9%	(2,3%)	(2,2%)	(1,1%)

Société	Pays	Marge d'EBITDA			Marge d'EBIT		
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
Antevenio	Espagne	6,2%	7,7%	9,8%	3,5%	5,5%	7,7%
Hopscotch	France	2,6%	2,2%	2,6%	1,9%	1,5%	1,9%
1000mercis	France	10,3%	10,3%	11,7%	4,0%	4,6%	6,2%
ad pepper media Inter.	Allemagne	13,2%	14,5%	13,9%	8,8%	12,0%	12,5%
Digital360	Italie	10,0%	12,1%	14,0%	3,3%	5,2%	6,3%
DigiTouch	Italie	16,1%	17,0%	nd	6,1%	8,1%	nd
Ebiquity	RU	10,6%	11,6%	nd	8,5%	9,6%	nd
Artefact	France	2,2%	5,3%	9,6%	(3,9%)	1,9%	5,1%
Moyenne		8,9%	10,1%	10,3%	4,0%	6,1%	6,6%
Médiane		10,2%	11,0%	10,8%	3,7%	5,4%	6,2%

Sources : Associés en Finance, CapitalIQ

Le Tableau 5 présente les caractéristiques boursières et les multiples auxquels s'échangent les titres des sociétés de l'échantillon.

Tableau 5 : Caractéristiques boursières et multiples des sociétés comparables au 20 novembre 2019

Société	Capi. boursière	Valeur d'entr.	VE/CA			VE/EBITDA			VE/EBIT		
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
Antevenio	29,2	24,4	0,98x	0,94x	0,89x	16,0x	12,2x	9,0x	28,4x	17,1x	11,5x
Hopscotch	76,5	81,5	2,10x	1,70x	nd	13,1x	10,0x	nd	34,2x	21,0x	nd
1000mercis	59,0	56,4	0,80x	0,72x	0,63x	7,7x	7,0x	5,4x	20,1x	15,7x	10,3x
ad pepper media Inter.	55,6	37,1	1,64x	1,37x	1,11x	12,5x	9,4x	8,0x	18,6x	11,4x	8,9x
Digital360	14,0	19,5	0,86x	0,75x	0,68x	8,5x	6,2x	4,8x	25,6x	14,4x	10,8x
DigiTouch	100,7	121,6	1,33x	1,29x	nd	12,5x	11,1x	nd	15,6x	13,4x	nd
Ebiquity	76,5	81,5	2,10x	1,70x	nd	13,1x	10,0x	nd	34,2x	21,0x	nd
Artefact	46,1	59,8	0,67x	0,55x	0,51x	ns	10,5x	5,3x	ns	29,3x	10,0x
Moyenne			1,31x	1,13x	0,76x	11,9x	9,5x	6,5x	25,2x	17,9x	10,3x
Mediane			1,16x	1,11x	0,68x	12,5x	10,0x	5,4x	25,6x	16,4x	10,3x

Sources : Associés en Finance, CapitalIQ

Cette méthode ne peut être retenue compte tenu de l'importante disparité des niveaux de rentabilité au sein du secteur et du niveau actuel de rentabilité de Weborama, qui hors prise en compte du CIR ne redeviendra rentable qu'à partir de 2023. Après prise en compte du CIR, seuls les exercices 2020 et 2021 permettent d'extérioriser une faible rentabilité qui ne permet pas d'appliquer la méthode.

Par ailleurs, Weborama diffère de ses comparables par le niveau d'investissements élevé en pourcentage du chiffre d'affaires qu'elle doit réaliser, qui pèse fortement sur sa rentabilité. Cette faible rentabilité post investissements rend peu pertinente l'utilisation des multiples d'EBITDA. Les multiples d'EBIT ne peuvent davantage être utilisés, reflétant le poids des amortissements (donc des investissements passés) et non la situation prévisionnelle de Weborama.

Le multiple de chiffre d'affaires (VE/CA) est considéré comme non pertinent dans la mesure où il ignore le niveau de rentabilité d'exploitation de chaque société.

Pour ces différentes raisons, la méthode de valorisation par multiples ne peut être retenue.

IV.A.4. Valorisation par les dividendes

Cette approche consiste à évaluer une entreprise sur la base de la valeur actualisée de ses dividendes futurs. Cette méthode n'a pas été retenue la société n'ayant pas distribué de dividendes sur les dernières années. Une méthode *DCF to Equity*, qui prend en compte la capacité de distribution sous contrainte de levier cible, a été mise en place et est décrite parmi les méthodes retenues pour la valorisation de Weborama.

IV.B. Méthodes de valorisation retenues

Les méthodes et analyses retenues par Associés en Finance à titre principal sont les suivantes :

- L'analyse de l'évolution du cours de l'action Weborama ;
- L'acquisition d'un bloc significatif réalisée en novembre 2019 ;
- La valorisation intrinsèque par la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels selon une approche *DCF to Equity*, qui tient compte de sa capacité à rémunérer ses actionnaires et de l'illiquidité de l'action ;
- La valorisation intrinsèque par la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels selon une approche *DCF to Firm*.

Associés en Finance présente également, à titre indicatif, les méthodes et analyses suivantes :

- La méthode patrimoniale fondée sur l'évaluation de l'actif net comptable par action sur la base des derniers comptes consolidés publiés par Weborama ;
- L'analyse des objectifs de cours des analystes financiers ;
- Les références à des transactions sur le capital au cours des douze derniers mois.

IV.B.1. Nombre d'actions retenu pour l'évaluation et éléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des fonds propres

Détermination du nombre d'actions

Le nombre d'actions composant le capital de Weborama au 20 novembre 2019 est de 4 200 937 actions dont 121 800 actions auto-détenues par la Société.

A notre connaissance, il n'existe aucun droit, titre de capital ni aucun autre instrument financier pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de Weborama autres que les actions et les deux plans d'actions gratuites attribués en 2018.

Le 30 juin 2018 et le 1^{er} octobre 2018, la Société a procédé à l'attribution de deux plans d'actions gratuites, 165 500 actions gratuites dont la période d'acquisition et la période de conservation n'auront pas expiré avant la clôture de l'Offre.

Afin de prendre en compte la dilution engendrée par ces attributions, le nombre d'actions retenu par Associés en Finance dans le cadre de ses travaux d'évaluation se décompose comme suit :

Tableau 6 : Détermination du nombre d'actions

Nombre d'actions retenu - Weborama au 20 novembre 2019	
Nombre d'actions ordinaires	4 200 937
<i>Autodétenues</i>	<i>121 800</i>
Nombre hors autodétention	4 079 137
<i>Actions gratuites</i>	<i>165 500</i>
Nombre hors autodétention y compris actions gratuites	4 244 637

Source : Associés en Finance

Le nombre d'actions retenu au 20 novembre 2019 est de 4 244 637 actions.

IV.B.2. Méthode de l'actif net comptable (à titre indicatif)

L'évaluation par la valeur comptable des capitaux propres est une méthode patrimoniale fondée sur une logique de coûts historiques qui ne rend qu'imparfaitement compte du potentiel d'évolution future de la Société. Cependant, la mise en œuvre de cette méthode est recommandée dans le cadre d'offres dites de retrait, pour lesquelles elle constitue une référence de valorisation.

Le Tableau 7 présente le résultat de la valorisation par la méthode de l'Actif Net Comptable.

Tableau 7 : Résultat de la valorisation par la méthode de l'ANC au 20 novembre 2019

Informations financières Weborama	
Capitaux propres part du groupe au 30 juin 2019 (en M€)	22,4 M€
Retraitement de la valeur des actions autodétenues (en M€)	(0,8 M€)
Capitaux propres part du groupe hors autodétention au 30 juin 2019 (en M€)	21,6 M€
Nombre d'actions au 20 novembre 2019	4 200 937
<i>dont autodétention au 20 novembre 2019</i>	121 800
AGA attribuées en 2018	165 500
Nombre d'actions de référence <i>y compris AGA attribuées</i>	4 244 637
Actif Net Comptable par action (en €) <i>y compris AGA attribuées</i>	5,08 €

Source : Associés en Finance

Au 20 novembre 2019, l'actif net comptable par action ressortant des derniers comptes publiés et informations communiquées par Weborama s'établit à 5,08 €.

IV.B.3. Analyse des objectifs de cours des analystes financiers (à titre indicatif)

L'analyse des objectifs de cours des analystes financiers ne représente pas en tant que telle une méthode d'évaluation, mais synthétise des opinions. De plus, l'objectif de cours des analystes ne peut être considéré comme une valorisation instantanée de la Société mais comme une vue à moyen terme compte tenu d'un scénario donné. Dans le cas de Weborama, seulement un analyste suit la valeur : Euroland Corporate.

La dernière recommandation avant l'annonce de l'Offre a été publiée le 21 octobre 2019 avec un objectif de cours de 4,50 € par action. Le prix d'Offre extériorise une prime de 24,4 % par rapport à cet objectif de cours. La précédente recommandation datait du 29 juillet 2019 avec un objectif de cours de 7,0 €, soit une révision à la baisse de -35,7 % en l'espace de trois mois.

IV.B.4. Références à des transactions sur le capital de Weborama (à titre indicatif)

Weborama a levé 5,6 M€ lors de son augmentation de capital lancée le 20 novembre 2018 au prix de 8,30 euros par action. Le détail de cette opération est décrit dans la section III.A.

La participation des actionnaires minoritaires à cette augmentation de capital a été particulièrement faible, seuls 2,6 % y ont souscrit. L'Initiateur a ainsi souscrit à hauteur de 97,4 % pour un montant de 5,5 M€.

Le prix de l'augmentation de capital a été fixé dans des conditions de marché prévalant à la date de la mise en place de l'opération. Le prix de souscription de 8,30 € par action fait ressortir une décote de 0,20 % par rapport à la moyenne pondérée des cours des 20 séances de bourse de l'action Weborama précédant le 14 novembre 2018 (8,32 €). L'absence de décote par rapport au cours de bourse a permis de limiter la dilution liée à l'opération.

Le 10 décembre 2018, moins d'un mois après l'augmentation de capital, la Société Startup Avenue a acquis auprès d'un fonds d'investissement un bloc de 169 344 actions, soit 4,03 % du capital au prix de 7,0 € par action. Cette opération reflète les conditions de marché qui prévalaient à la date de

l'opération, le cours de clôture de la veille était de 6,95 €. Ce prix représente une décote de - 15 % par rapport au prix de l'augmentation de capital.

Startup Avenue a acquis des titres Weborama à trois autres reprises sur le marché comme indiqué dans le Tableau 8. Nous les présentons à titre indicatif, les montants étant non significatifs.

Tableau 8 : Primes et Décotes extériorisées par les transactions récentes sur le capital

Transactions récentes sur le capital	Date d'acquisition	Nombre d'actions acquises	Prix d'achat	Prime/Décote induite
	10-déc-18	169 344	7,00 €	(20,0%)
07-mars-19	6 687	6,10 €	(8,2%)	
12-avr-19	31 625	4,40 €	27,3%	
29-juil-19	6 731	4,90 €	14,3%	

Source : Associés en Finance

Cette forte disparité entre les prix des transactions réalisées sur les 12 derniers mois reflète l'évolution du cours de Weborama depuis 1 an qui est passé de 7,70 € le 16 novembre 2018 à 2,78 € le 15 novembre 2019, soit une baisse de - 64 %.

Durant cette période, au-delà des effets négatifs de la mise en vigueur du RGPD, la Société a publié des résultats 2018 en dessous des attentes du marché, avec un chiffre d'affaires en croissance de 3 % mais une marge brute en net recul, 62 % contre 66 % en 2017. Weborama a enregistré au premier semestre 2019 un chiffre d'affaires en baisse de 5,4 % par rapport au premier semestre 2018.

- Le cours de l'action Weborama a perdu - 11 % sur un jour, suite à la publication le 21 février 2019 d'un communiqué de presse sur la croissance de l'activité en 2018 dans un environnement de marché défavorable ;
- Le cours de l'action Weborama a perdu - 12 % suite à la publication le 11 avril 2019 des résultats 2018.

Les conditions de marché dégradées liées à la mise en place des nouvelles contraintes européennes autour des données facilitent la stratégie d'expansion hégémonique des GAFAs au détriment des sociétés telles que Weborama. Dans cet environnement, il est difficile pour un acteur de la taille de Weborama de se maintenir. Par ailleurs, dans un marché global en évolution rapide, la poursuite de son développement nécessite de forts investissements qui impactent les résultats de la Société, en particulier aux Etats-Unis où les résultats ne se sont pas encore matérialisés. La Société a également annoncé que son plan de développement en Chine est abandonné.

Nous présentons ces transactions à titre purement indicatif afin de tenir compte des recommandations de l'AMF (Article 234-6) qui préconise de présenter la référence au prix proposé le plus élevé par l'initiateur sur une période de douze mois précédant le dépôt du projet d'offre. Toutefois, dans ces conditions, **nous considérons que la référence à des opérations dont les prix reflètent les conditions de marché prévalant avant l'annonce des résultats annuels 2018 n'est pas une référence pertinente.**

L'Initiateur a également acquis 107 355 actions entre le 9 décembre 2019 et le 31 décembre 2019 au prix de 5,40 € par actions, conformément à l'intention qu'il avait exprimée dans le Projet de Note d'Information et en application de l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF.

IV.B.5. Examen du cours de l'action (à titre principal)

L'examen de l'évolution du cours de l'action Weborama s'étend jusqu'au 15 novembre 2019, dernier jour de cotation avant l'annonce de l'Offre, date à laquelle le cours de clôture de l'action s'établissait à 2,78 €.

Analyse sur longue période (2009-2019)

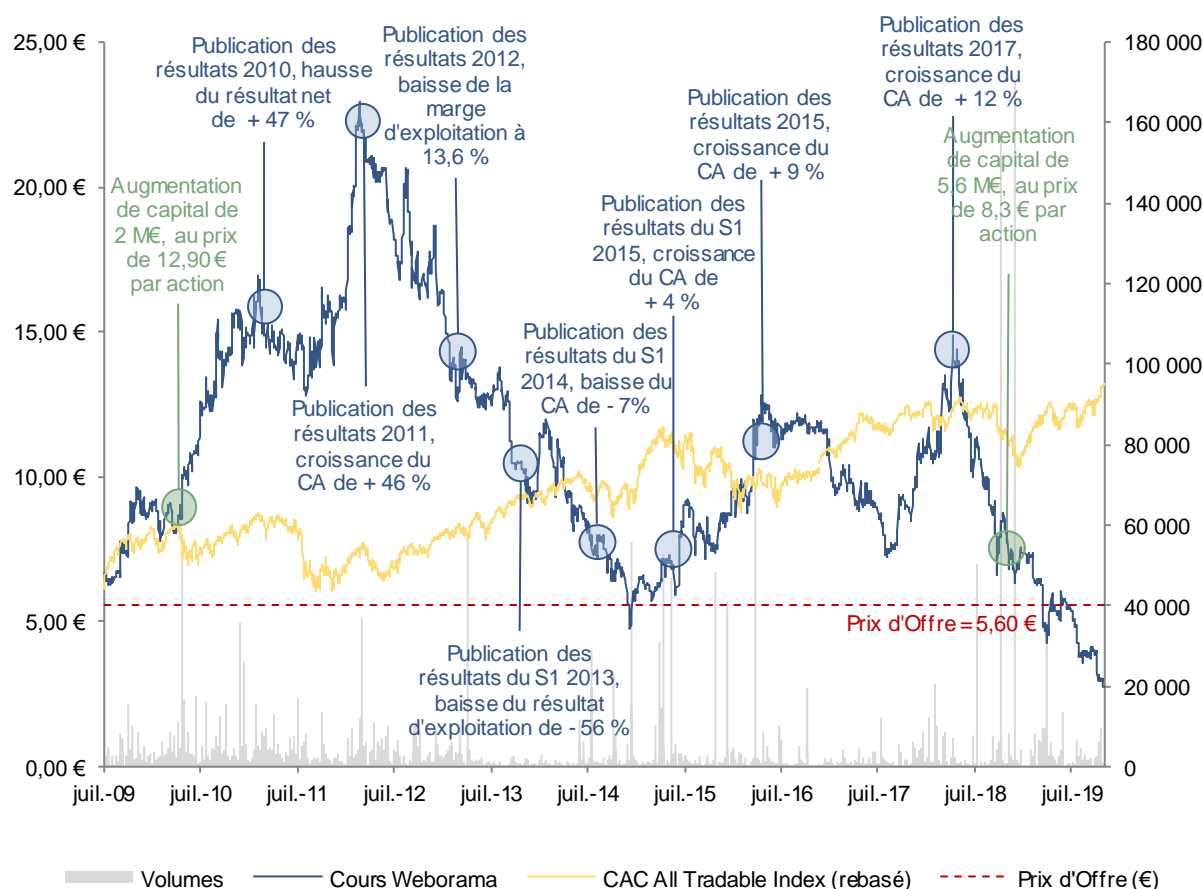
Jusqu'en 2012, Weborama poursuit sa croissance à l'international et ses efforts d'investissements afin d'asseoir son positionnement sur le marché de la data et de l'advertising en France, en Espagne, en Hollande, en Italie et en Angleterre. Durant la période qui s'étend du 15 juillet 2009 au 8 mars 2012, la performance boursière de l'action Weborama s'établit à +254 %, tandis que l'indice CAC All-Tradable a connu une hausse plus modérée de 16 %.

A partir de mi 2012, Weborama doit faire face aux mutations conjoncturelles et structurelles du secteur dans un contexte de marché difficile : les agences intègrent un savoir-faire spécifique de désintermédiation qui augure un changement de contexte de marché. Entre le 8 mars 2012, qui marque le cours le plus haut atteint par la société, 22,96 € et la fin 2014, la Société a publié des résultats en baisse et le cours de l'action Weborama a chuté de - 79 %. A titre de comparaison, l'indice CAC All-Tradable a progressé de +26 % sur la même période.

Après cette forte baisse, le cours de l'action Weborama a bénéficié, en 2015, d'un marché de la data en plein essor avec des éditeurs qui intègrent de plus en plus de DMP pour l'exploitation des données first et third parties. Entre fin 2014 et le 25 avril 2018, le cours de l'action a augmenté de +212 %.

Depuis la mise en place du RGPD, le titre a été fortement pénalisé. Le marché doute sur la capacité de la Société à adapter son modèle économique au RGPD et à retrouver des leviers de croissance en attirant davantage d'investissements marketing.

Figure 13 : Evolution du cours de l'action Weborama depuis son introduction en bourse et ses volumes (en millier)



Source : Capital IQ

Analyse sur courte période (2017-2019)

Après un début d'année en hausse, porté par la publication des bons résultats 2017, l'action Weborama a fortement été impactée par la mise en place du RGPD, entré en vigueur le 25 mai 2018. Entre le 25 mai 2018 et le 15 novembre 2019, le cours a chuté de - 78,93 %.

En décembre 2018, la Société a procédé à une augmentation de capital à laquelle seulement 2,6 % des actionnaires minoritaires a participé. Le prix de souscription de 8,30 € par action fait ressortir une décote de 0,20 % par rapport à la moyenne pondérée des cours des 20 séances de bourse de l'action Weborama précédents le 14 novembre 2018 (8,32 €).

Au-delà de la mise en vigueur du RGPD, la Société a publié des résultats 2018 en dessous des attentes du marché, avec un chiffre d'affaires en croissance de 3 % mais une marge brute en net recul, 62 % contre 66 % en 2017. Weborama a enregistré au premier semestre 2019 un chiffre d'affaires en baisse de 5,4 % par rapport au premier semestre 2018.

Figure 14 : Evolution du cours de l'action Weborama sur 2 ans et ses volumes (en millier)


Source : Capital IQ

Analyse des volumes échangés

Sur les 12 mois précédant la date d'annonce de l'Offre, le nombre moyen d'actions échangées était de 1 840 actions par séance de bourse. En cumul, 471 127 actions ont été échangées sur un an pour un montant cumulé de 2,7 M€, ce qui représente environ 40,0 % du flottant et 11,2 % du capital de la Société. L'action Weborama bénéficie d'un contrat de liquidité avec LOUIS CAPITAL MARKETS, permettant que des échanges aient lieu chaque jour. Au 31 décembre 2018, le nombre d'actions inscrit au compte de liquidité était de 4 498 titres.

Tableau 9 : Volumes échangés sur l'action Weborama au 15 novembre 2019

Date	VWAP	Nbre moyen d'actions échangées	/ # total d'actions (%)	/ # total flottant (%)	Nbre cumulé d'actions échangées	/ # total d'actions (%)	/ # total flottant (%)
15-nov.-19	2,71	5 966	0,14%	0,51%	5 966	0,14%	0,51%
Moy. 1M	3,11	1 716	0,04%	0,15%	39 464	0,94%	3,36%
Moy. 3M	3,39	958	0,02%	0,08%	63 214	1,50%	5,37%
Moy. 6M	4,21	907	0,02%	0,08%	119 685	2,85%	10,18%
Moy. 9M	4,72	1 334	0,03%	0,11%	257 427	6,13%	21,89%
Moy. 12M	5,63	1 840	0,04%	0,16%	471 127	11,21%	40,05%

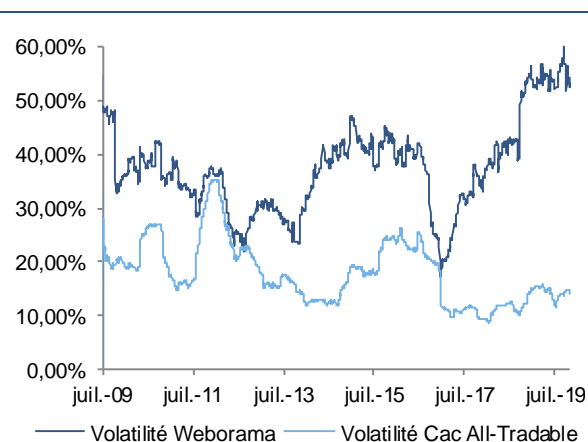
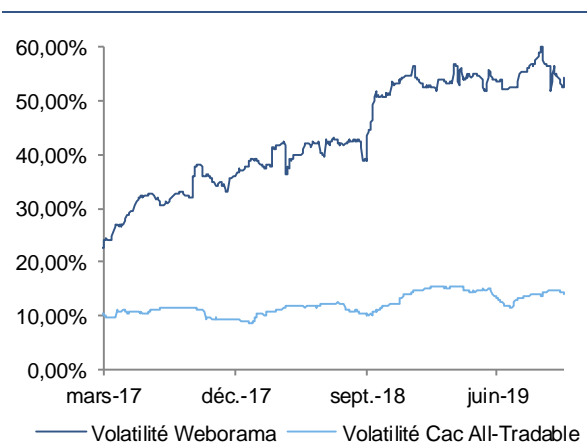
Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Volatilité du cours de l'action Weborama

La volatilité du cours d'une action est une mesure de l'incertitude sur sa rentabilité, calculée ici à partir de performances boursières. Les volatilités ci-dessous sont calculées sur la base des séries de rentabilités quotidiennes historiques du cours de clôture de Weborama et de l'indice CAC All-Tradable.

Depuis 2009, la volatilité du titre Weborama s'est constamment établie à un niveau supérieur à celle de l'indice CAC All-Tradable. La volatilité du titre a oscillé entre 17,1 % et 50,4 % sur la période juillet 2009 – janvier 2017 (à comparer à la volatilité de l'indice, entre 11,3 % et 35,4 %). Le 4 janvier 2017, la volatilité du titre Weborama a atteint son minimum à 17,1 %, depuis la volatilité ne cesse d'augmenter et s'est établie à 54,2 % le 15 novembre 2019. En 2019, la volatilité moyenne du titre est de 54,4 % contre 14,3 % pour l'indice CAC All-Tradable.

La forte volatilité du titre Weborama à certaines périodes (Figure 15 et Figure 16) relève d'un effet mécanique dû aux faibles volumes échangés et à sa faible liquidité malgré la mise en place d'un contrat de liquidité sur le titre.

Figure 15 : Volatilité du cours de l'action Weborama et de l'indice CAC All-Tradable sur la période 2009 – 15 novembre 2019

Figure 16 : Volatilité du cours de l'action Weborama et de l'indice CAC All-Tradable sur la période 2017 – 15 novembre 2019


Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Prime extériorisée par l'Offre

Le prix d'Offre de 5,60 € extériorise une prime de +101,4 % par rapport au cours de clôture au 15 novembre 2019. Les calculs effectués par rapport aux cours moyens pondérés sur plus longues périodes extériorisent également des primes : le prix d'Offre extériorise des primes respectives de +80,0 %, +65,3 %, +33,0 % et +18,8 % par rapport aux cours moyens pondérés par les volumes sur 1 mois, 3 mois, 6 mois et 9 mois. Sur 12 mois, le prix d'Offre est égal au cours moyen pondéré par les volumes sur un an (arrondi au pas près⁵)

Le prix d'Offre peut aussi s'analyser au regard du plus bas cours moyen pondéré par les volumes sur les 12 derniers mois (prime de +106,6 % au 15 novembre 2019) et du plus haut cours moyen pondéré par les volumes sur les 12 derniers mois (décote -27,3 % au 16 novembre 2018).

Tableau 10 : Cours moyen pondérés par les volumes au 15 novembre 2019 et primes extériorisées par le prix d'Offre

Données boursières	Cours	Prime	
Cours de clôture au 15 novembre 2019	2,78	101,4%	
Cours moyens pondérés par les volumes sur 1 mois	3,11	80,0%	
Cours moyens pondérés par les volumes sur 3 mois	3,39	65,3%	
Cours moyens pondérés par les volumes sur 6 mois	4,21	33,0%	
Cours moyens pondérés par les volumes sur 9 mois	4,72	18,8%	
Cours moyens pondérés par les volumes sur 12 mois	5,63	(0,5%)	
CMPV - Plus haut sur 12 mois	16-nov.-18	7,70	(27,3%)
CMPV - Plus bas sur 12 mois	15-nov.-19	2,71	106,6%

Sources : Capital IQ, Associés en Finance

CMPV : Cours moyen pondéré par les volumes

IV.B.6. Référence à une transaction récente réalisée sur le capital concomitamment à l'annonce de l'Offre (à titre principal)

L'Offre est concomitante à l'acquisition de 5,49 % du capital auprès de la société Financière Arbevel par voie d'acquisition de bloc hors marché. L'Initiateur et le fonds ont signé, le 20 novembre 2019, un contrat d'acquisition dont les stipulations fixent les conditions de la réalisation du transfert de bloc à un prix de 5,40 € par action, soit au prix d'Offre après réception de 0,20 € par action au titre du complément de prix. Au titre du contrat de cession relatif au Transfert de Bloc, la Financière Arbevel est en droit de recevoir un complément de prix dans l'hypothèse où l'Initiateur déposerait une offre publique d'achat à un prix supérieur à celui du Transfert de Bloc avant le 6 juin 2020.

Le prix d'achat du bloc de contrôle constitue une référence à titre principal de l'analyse multicritère, le prix fixé découlant d'une négociation avec un investisseur professionnel et portant sur une part significative du capital de la Société.

IV.B.7. Méthode d'actualisation des flux de trésorerie (à titre principal)

Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

La méthode *DCF to Firm* détermine dans un premier temps une valeur d'entreprise dont est déduite la dette (ou à laquelle inversement est ajoutée la trésorerie nette positive) et d'autres ajustements nécessaires pour aboutir à la valeur des fonds propres.

⁵ Le pas de cotation est la plus petite unité de variation possible entre 2 cours consécutifs. Le pas de cotation de la valeur Weborama est de 5 centimes d'euros.

Sur la base des comptes au 30 juin 2019 et des informations communiquées par Weborama, Associés en Finance a pris en compte les éléments suivants pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de Weborama :

- La trésorerie et les équivalents de trésorerie, hors valeurs mobilières de placement qui correspondent aux actions auto-détenues (non prises en compte dans le calcul du nombre d'actions de référence) ;
- La dette financière ;
- Les engagements pour retraites, après prise en compte de l'actif d'impôt lié à ces engagements ;
- Les intérêts minoritaires relatifs à la filiale russe dont 49 % ne sont pas détenus par Weborama. La valorisation des minoritaires est appréhendée par l'actualisation des remontées de dividendes au coût des fonds propres ;
- La mise en équivalence de la société Yoolink, détenue à hauteur de 43 % ;

Selon la méthode, les éléments de passage peuvent différer en fonction de la date à laquelle ils sont pris en compte et de leur intégration éventuelle à la valeur d'entreprise. Ils seront détaillés dans chaque section.

Le Tableau 11 récapitule les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de Weborama pris en compte dans le cadre de la méthode *DCF to Firm*.

Tableau 11 : Éléments retenus dans les éléments de passage (en K€)

Éléments retenus dans les éléments de passage au 30 juin 2019	Montant (K€)
+ Dette financière	3 344
- Trésorerie et équivalents de trésorerie (hors valeur au bilan des actions auto-détenues)	(4 239)
= Dette financière nette	(895)
+ Engagements de retraite après fiscalisation	11
- Sociétés mises en équivalence	(723)
+ Minoritaires	7 297
= Somme des éléments de passage	5 690

Source : Associés en Finance

Les ajustements pris en compte pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres s'élèvent à 5,7 M€ dans la valorisation *DCF to Firm*. Les 7 M€ d'emprunts bancaires levés entre juillet et octobre 2019 sont pris en compte dans les flux du second semestre, ils n'apparaissent donc pas dans les éléments de passage au 30 juin 2019.

Traitement des déficits fiscaux reportables

Au 30 juin 2019, Weborama dispose de déficits fiscaux reportables non activés pour un montant de 14 M€, principalement répartis entre les différentes entités du Groupe. Pour les méthodes *DCF to Firm* et *DCF to Equity*, Associés en Finance a pris en compte la consommation d'une partie de ces déficits fiscaux dès lors que la base imposable permettait de les utiliser, dans les limites de la réglementation fiscale. Ils ont donc été incorporés directement dans la modélisation.

Méthodes DCF to Firm et DCF to Equity

En tenant compte des éléments financiers constatés sur les dernières années et des éléments de contexte économique et concurrentiel, Weborama a été modélisé selon les méthodes utilisées de manière constante et indépendante par Associés en Finance pour la mise en œuvre du modèle Trival® (cf. Annexe 2). Le modèle Trival® est utilisé selon deux modes opératoires, à partir des mêmes prévisions élaborées par le bureau d'analystes financiers d'Associés en Finance : un modèle de valorisation *DCF to Equity*, qui prend en compte des prévisions de flux disponibles pour les actionnaires après intégration de contraintes d'endettement ou de trésorerie nette minimale et qui aboutit à la détermination de la valeur des fonds propres, et un modèle de valorisation *DCF to Firm* qui intègre les mêmes flux prévisionnels, avant prise en compte des éléments financiers et qui aboutit à la détermination d'une valeur d'entreprise, puis d'une valeur des fonds propres après déduction de la dette nette et autres éléments correctifs.

Ces deux modèles de valorisation, *DCF to Equity* et *DCF to Firm*, sont liés l'un à l'autre par l'utilisation des mêmes flux prévisionnels et des mêmes méthodologies d'estimation des risques opérationnels. Ils ne divergent l'un de l'autre que par l'exploitation des données qui en est faite. Les primes de marché qui résultent de ces calculs sont régulièrement diffusées par Associés en Finance auprès de ses clients, indépendamment et préalablement à la présente mission d'expertise.

Les deux méthodes ont été mises en œuvre sur la base des mêmes flux issus du plan d'affaires fourni par la Société. Elles diffèrent notamment par la manière d'agréger ces flux et par les taux d'actualisation utilisés. La méthode *DCF to Firm* s'apparente à une vision d'actionnaire majoritaire, tandis que le modèle *DCF to Equity* permet pour sa part de prendre en compte les flux disponibles pour les actionnaires, après financement et sous contrainte de levier normatif d'endettement, et reflète ainsi la situation de l'actionnaire minoritaire.

Plan d'affaires 2019-2023 communiqué par Weborama

Les travaux d'Associés en Finance reposent sur le plan d'affaires établi par Weborama sur la période 2019-2023. Ce document détaille l'évolution du chiffre d'affaires, du résultat opérationnel, des charges opérationnelles non courantes, du résultat financier, de l'impôt décaissé, du CIR, du résultat net sur la période ainsi que l'évolution du besoin en fond de roulement (ci-après « **BFR** ») et des dépenses d'investissements (ci-après « **Capex** »). L'évolution du chiffre d'affaires et du résultat opérationnel est détaillée pour Weborama hors Russie et pour sa filiale russe.

Les hypothèses retenues par la Société concernant sa filiale russe prennent en compte une potentielle dévaluation du Rouble et l'apparition de nouveaux concurrents sur le marché de l'*Adserving*, ce qui a un impact sur le niveau de sa marge opérationnelle. La part du chiffre d'affaires russe dans le chiffre d'affaires global anticipé est stable sur la période du plan d'affaires, en cohérence avec les données historiques. Pour autant, cette filiale est déjà rentable contrairement au Groupe qui devrait le redevenir qu'en 2020. Weborama anticipe un versement de dividende attribuable aux actionnaires minoritaires stable sur la période du plan d'affaires à 1,1 M€ par an.

Au niveau du Groupe, la croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires s'établit à environ +8 % sur la période du plan d'affaires, tandis que la rentabilité de la Société augmente progressivement pour atteindre en 2023, une marge d'EBIT d'environ 6 % du chiffre d'affaires. Ce niveau de marge opérationnelle tient compte du résultat d'exploitation, du crédit impôt recherche et du résultat exceptionnel. Cette progression de la marge reflète une amélioration du mix-produit avec le lancement d'un nouveau produit en 2020 et de l'activité aux Etats-Unis qui devrait commencer à porter ses fruits.

Le résultat exceptionnel correspond à des pertes de créances relatives à des exercices antérieurs et à des départs d'employés. Le niveau est estimé stable sur la période du plan d'affaires.

Par ailleurs, la marge brute devrait s'améliorer progressivement sur la période du plan d'affaires après avoir été impactée par l'acquisition de données brutes afin d'enrichir sa base nécessaire pour le lancement de nouvelles offres aux Etats-Unis.

Après avoir fortement augmentés sur les quatre derniers exercices, les Capex se maintiennent à un niveau soutenu sur la période du plan d'affaires même s'ils tendent à diminuer progressivement passant de 17,0 % du chiffre d'affaires en 2019 à 13,7 % en 2023. Les objectifs de croissance de la

Société nécessite une poursuite soutenue des investissements en recherche et développement et en personnel.

Le BFR moyen anticipé sur la période du plan d'affaires représente 13,7 % du chiffre d'affaires soit un niveau légèrement inférieur à la moyenne des quatre derniers exercices (15 % du chiffre d'affaires).

Prorogation du plan d'affaires sur la période 2024-2025 et extrapolation 2025-2053

Le plan d'affaires a ensuite été prorogé par Associés en Finance de deux années puis extrapolé jusqu'en 2053 afin de revenir sur des niveaux normatifs de croissance du chiffre d'affaires et de rentabilité. Pour l'extrapolation des données sur le long terme, la méthode d'élaboration des prévisions retenue dans Trival®, telle que décrite en Annexe 2, a été utilisée. Les principales hypothèses utilisées dans la modélisation sont les suivantes :

- Les prévisions à long terme sur le chiffre d'affaires sont élaborées en liaison avec l'environnement économique et concurrentiel. La croissance de l'activité est progressivement réduite, conformément aux prévisions retenues pour les sociétés exposées à des facteurs de marché similaires dans Trival®. Cette croissance atteint +1,5% en 2053 pour l'ensemble des sociétés suivies ;
- La marge d'EBIT atteint un point haut en 2026, tenant compte des perspectives de développement de la Société y compris l'optimisation de ses coûts, puis est progressivement réduite jusqu'en 2053, afin d'appréhender un retour vers une rentabilité des capitaux investis cohérente avec le coût du capital. La marge d'EBIT de Weborama tend vers un niveau de 5,8% en 2053 ;
- Le BFR en pourcentage du chiffre d'affaires est en légère décroissance sur la prorogation et l'extrapolation du plan d'affaires, en moyenne il est égal à 10 % du chiffre d'affaires ;
- Les investissements ont été modélisés de manière cohérente avec la croissance générée par la Société. Le niveau soutenu des investissements sur la période du plan d'affaires est maintenu sur les deux années de prorogation puis décroît sur la période d'extrapolation. Le niveau des capex moyens sur la période est de 8,5 %.
- L'évolution du CIR est modélisé de manière cohérente avec la croissance des investissements.
- Le taux d'imposition sur les sociétés retenues par Associés en Finance pour Weborama est de 25% à partir de 2022 (Loi de Finance 2017), auquel s'ajoute la contribution sociale (3,3% de l'IS) et la CVAE ;
- En cohérence avec les principes de modélisation utilisés dans Trival®, la valeur terminale est égale à la valeur résiduelle des fonds propres en 2053 (modèle d'actualisation des flux de trésorerie disponibles aux actionnaires, *DCF to Equity*) ou à la valeur résiduelle des capitaux permanents en 2053 (modèle d'actualisation des *free cash-flows* générés, *DCF to Firm*).

IV.B.9. Estimation du coût des ressources de financement

Le coût du capital (*DCF to Firm*) et le coût des fonds propres (*DCF to Equity*) de Weborama ont été estimés conformément à la méthodologie utilisée par Associés en Finance dans son modèle Trival®. **Le coût moyen pondéré du capital de Weborama est égal à son coût des fonds propres en l'absence d'endettement normatif.**

Coût du capital utilisé pour l'actualisation des flux prévisionnels

La méthode directe d'estimation du coût du capital, utilisée par Associés en Finance dans son modèle *DCF to Firm* (cf. Annexe 2), tient compte du risque opérationnel de l'entité et de la taille de ses actifs.

Le risque opérationnel de Weborama résulte de l'analyse des mêmes éléments que ceux utilisés pour l'estimation du risque relatif, à l'exception du risque financier, qui est neutralisé.

Le risque relatif de Weborama résulte des éléments suivants :

- Sur la base de l'analyse forces/faiblesses présentée à travers la matrice SWOT (Figure 12), le risque de prévision retenu est de 7 sur une échelle croissante de risque de 1 à 9.
- Le risque sectorial s'élève à 0,84 sur la base du bêta boursier sectorial de l'indice *Eurostoxx Media*.

Le coefficient d'illiquidité est remplacé par un coefficient de taille, calculé en valeur de marché, et qui s'établit à 2,82 sur la base de la valeur d'entreprise équivalente à la plus petite société suivie dans l'échantillon Trival®. Calculé sur la base des primes moyennes constatées sur les trois derniers mois, le coût du capital obtenu par Associés en Finance s'élève à 14,28% pour Weborama.

Tableau 12 : Coût moyen du capital de Weborama au 20 novembre 2019

		WACC	
		Moyenne sur 3 mois	Paramètres spécifiques Weborama
WACC après impôts	<i>Coût du capital de Marché</i>	<i>6,55%</i>	<i>6,55%</i>
	Impact du risque opérationnel de Weborama	$7,89\% \times (1,25 - 1)$	1,95%
	Impact de taille de Weborama	$3,18\% \times (2,82 - 1)$	5,78%
	Total WACC de Weborama		14,28%

Source : Associés en Finance

IV.B.10. Résultats de la valorisation

Les résultats des deux méthodes (*DCF to Firm* et *DCF to Equity*) sont synthétisés dans le Tableau 13. Les éléments de passage pris en compte dans la valorisation par la méthode *DCF to Firm* ont été précédemment détaillés dans le Tableau 11.

Tableau 13 : Résultat des valorisations de Weborama par les méthodes *DCF to Firm* et *DCF To Equity* au 20 novembre 2019

<i>Valorisation</i>		<i>en M€</i>
DCF to Firm	Valeur d'entreprise	23,8
	+ Trésorerie nette	0,9
	- Engagements de retraite après fiscalisation	(0,0)
	+ Sociétés mises en équivalence	0,7
	- Minoritaires	(7,3)
	Valeur des fonds propres PdG de	18,1
	Nombre d'actions Weborama (en millions)	4,24
	Valeur par action Weborama (en €)	4,27 €
	<i>Prime d'Offre (en %)</i>	<i>26,6%</i>
<i>Valorisation</i>		<i>en M€</i>
DCF to Equity	Capitaux propres	21,3
	+ Sociétés mises en équivalence	0,7
	- Minoritaires	(7,3)
	Capitaux propres PdG	14,7
	Nombre d'actions Weborama (en millions)	4,24
	Valeur par action Weborama (en €)	3,46 €
	<i>Prime d'Offre (en %)</i>	<i>55,9%</i>

Source : Associés en Finance

Au 20 novembre 2019, la méthode *DCF to Firm* aboutit à une valorisation de 4,27 € par action Weborama et la méthode *DCF to Equity* aboutit à une valorisation de 3,46 € par action Weborama, soit une prime extériorisée par le prix d'Offre comprise entre +26,6 % et +55,9 %.

IV.B.11. Analyse de sensibilité de la valorisation

Le Tableau 14 présente les résultats de la valorisation en faisant varier les taux d'actualisation dans une fourchette de +/- 1,0% par rapport à l'hypothèse centrale correspondant au taux moyen sur les trois derniers mois.

Tableau 14 : Analyse de sensibilité des valorisations de Weborama par les méthodes *DCF to Firm* et *DCF To Equity* au 20 novembre 2019

		Taux central -1,00%	Taux central -0,50%	Moyenne 3 mois	Taux central +0,50%	Taux central +1,00%
DCF to Firm	WACC	13,28%	13,78%	14,28%	14,78%	15,28%
	Valeur des FP (M€)	20,3	19,1	18,1	17,2	16,3
	Valeur par action (€)	4,77 €	4,51 €	4,27 €	4,04 €	3,83 €
	Prime d'Offre (%)	13,1%	19,7%	26,6%	33,6%	40,9%
DCF to Equity	Coût des fonds propres	13,28%	13,78%	14,28%	14,78%	15,28%
	Valeur des FP (M€)	16,7	15,7	14,7	13,8	13,0
	Valeur par action (€)	3,94 €	3,69 €	3,46 €	3,25 €	3,06 €
	Prime d'Offre (%)	36,9%	46,2%	55,9%	66,0%	76,6%

Source : Associés en Finance

V. Analyse des travaux de la banque présentatrice

Portzamparc, banque présentatrice de l'Offre, fait reposer les éléments d'appréciation des conditions de l'Offre sur une évaluation multicritères de la Société tout comme Associés en Finance.

V.A. Les méthodes écartées et retenues

La banque présentatrice a écarté les mêmes méthodes qu'Associés en Finance, c'est-à-dire les méthodes par l'actif net réévalué, par l'actualisation des dividendes et par la comparaison avec les transactions comparables. La banque présentatrice a également écarté les références à l'augmentation de capital et à l'acquisition d'un bloc de 4,03 % du capital de Weborama réalisées en décembre 2018. Associés en Finance a présenté à titre indicatif ces deux transactions.

Portzamparc a retenu à titre indicatif la méthode de l'actif net comptable et la référence aux objectifs de cours des analystes, tout comme Associés en Finance. En revanche, la méthode de valorisation par les comparables boursiers est retenue à titre indicatif par Portzamparc et n'est pas retenue par Associés en Finance.

L'établissement présentateur et Associés en Finance retiennent pour l'évaluation multicritères de Weborama les méthodes suivantes : l'analyse des cours de bourse, l'actualisation des flux prévisionnels (*DCF to Firm* à laquelle Associés en Finance rajoute une méthode de valorisation *DCF to Equity*) et la référence à une transaction significative réalisée sur le capital.

V.B. Les éléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des fonds propres

La banque présentatrice établit les différents éléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des fonds propres sur la base du dernier bilan consolidé publié dans le rapport semestriel 2019, tout comme l'a fait Associés en Finance. La banque présentatrice et Associés en Finance retiennent le même nombre de titres.

Associés en Finance et l'établissement présentateur intègrent le même niveau de dette financière brute, le même niveau de trésorerie (hors prise en compte des valeurs mobilières de placement qui correspondent aux actions auto-détenues (écartées du nombre d'actions de référence) et le même niveau d'immobilisations financières.

Associés en Finance retient un niveau de provisions pour retraites fiscalisées (montant non significatif). La banque présentatrice ne retient pas cet élément.

Pour la méthode DCF, la banque présentatrice intègre également dans les éléments de passage, la valeur actualisée de l'ensemble des déficits reportables non activés. Associés en Finance a pris en compte la consommation d'une partie des déficits fiscaux directement dans la modélisation.

La principale différence réside dans la revalorisation des intérêts minoritaires de la filiale russe. L'établissement présentateur et Associés en Finance ont évalué la valeur des intérêts minoritaires de la filiale russe par l'actualisation des dividendes attribuables aux actionnaires minoritaires de cette société. Le taux d'actualisation retenu explique en grande partie l'écart de valorisation.

Ainsi, le montant des éléments de passage extériorisé par les travaux de la banque présentatrice et qui vient en déduction de la valeur d'entreprise s'établit à 7,3 M€ au 30 juin 2019 contre 5,7 M€ pour Associés en Finance.

V.C. Les méthodes écartées par Associés en Finance

La banque présentatrice a écarté les mêmes méthodes qu'Associés en Finance, c'est-à-dire les méthodes par l'actif net réévalué, par l'actualisation des dividendes et par la comparaison avec les transactions comparables.

V.C.1. Méthode des transactions de comparables boursiers (méthode écartée)

Associés en Finance et Portzamparc présentent un échantillon différent de transactions sur des sociétés du secteur des services publicitaires. L'absence de transaction comparable identifiée avec des multiples de valorisation exploitables ne permet pas d'appliquer cette méthode. Associés en Finance présente 7 opérations réalisées entre 2013 et 2019 contre 6 présentées par Portzamparc (dont deux communes).

V.C.2. Méthode des comparables boursiers (méthode écartée)

La méthode des comparables boursiers est écartée par Associés contrairement à Portzamparc qui la présente à titre indicatif. Associés en Finance considère que cette méthode ne peut être retenue compte tenu de l'importante disparité des niveaux de rentabilité au sein du secteur et du niveau actuel de rentabilité de Weborama, qui hors prise en compte du CIR ne redeviendra rentable qu'à partir de 2023. Associés en Finance présente toutefois un échantillon de huit comparables boursiers dont six sont similaires à l'échantillon retenu par la banque présentatrice.

La banque présentatrice retient des multiples d'EBIT. L'établissement présentateur a appliqué respectivement aux EBIT 2021, 2022 et 2023 du plan d'affaires le multiple médian des sociétés comparables en 2021 et a tenu compte de l'effet temps en 2022 et 2023 par décote des multiples au WACC de la Société.

V.D. Les méthodes présentées à titre indicatif par Associés en Finance

V.D.1. Méthode de l'actif net comptable (à titre indicatif)

La banque présentatrice et Associés en Finance présentent la méthode de l'actif net comptable à titre indicatif par dans un contexte d'éventuel retrait obligatoire. Le résultat obtenu par Portzamparc est égal à celui obtenu par Associés en Finance.

V.D.2. Référence à des transactions sur le capital (à titre indicatif)

Associés en Finance retient à titre indicatif les références liées à (i) l'augmentation de capital réalisée en décembre 2018, (ii) à la transaction d'un bloc de 4,03 % du capital réalisée en décembre 2018 et (iii) à des transactions non significatives sur le capital de Weborama réalisées par Startup Avenue sur les douze derniers mois. La banque présentatrice ne retient pas ces références qu'elle considère non pertinentes à la date des présentes.

Associés en Finance considère également ces références comme non pertinentes. La mise en œuvre de cette méthode est cependant recommandée par l'AMF dans le cadre d'offres dites de retrait, pour lesquelles elles constituent une référence de valorisation.

V.D.3. Référence à des objectifs de cours des analystes financiers (à titre indicatif)

La banque présentatrice et Associés en Finance présente cette référence seulement à titre indicatif, un seul bureau de recherche suivant la valeur. Les résultats sont par conséquent identiques.

V.E. Les méthodes présentées à titre principal par Associés en Finance (à titre principal)

V.E.1. Référence au cours de bourse (à titre principal)

L'approche d'analyse du cours de bourse présentée par la banque présentatrice est similaire à celle d'Associés en Finance⁶. Associés en Finance et la banque présentatrice ont arrêté leurs calculs au dernier jour de cotation avant annonce de l'Offre.

V.E.2. Référence à une transaction récente réalisée sur le capital concomitamment à l'annonce de l'Offre (à titre principal)

Associés en Finance et la banque présentatrice considèrent l'acquisition d'un bloc significatif réalisé par Startup Avenue concomitamment à l'annonce de l'Offre comme une référence pertinente.

V.E.3. Méthode de valorisation par actualisation des flux prévisionnels (à titre principal)

Méthodologie de valorisation DCF to Firm

La banque présentatrice, comme Associés en Finance, a construit son modèle d'actualisation de flux prévisionnels sur la base des hypothèses du plan d'affaires fourni par la Société.

La valeur d'entreprise extériorisée par l'établissement présentateur se compose de la valeur actualisée des flux de trésorerie sur la période explicite du plan d'affaires (2019-2023), d'une extrapolation des flux jusqu'en 2028 et d'une valeur terminale qui correspond à l'actualisation de ces flux après 2028 (modèle de Gordon Shapiro), en utilisant un coût moyen pondéré du capital égal au coût des fonds propres en l'absence d'endettement normatif.

Les différences dans les hypothèses utilisées concernent les éléments suivants :

- La banque présentatrice se base sur un taux normatif de +1,5% de croissance du chiffre d'affaires en 2028. Associés en Finance retient une croissance de l'activité soutenue sur les premières années d'extrapolation qui est progressivement réduite. Cette croissance atteint +1,5% en 2053 ;
- La marge opérationnelle est extrapolée jusqu'en 2028 pour l'établissement présentateur et jusqu'en 2053 par Associés en Finance conformément à la méthodologie de son modèle Trival®. La marge opérationnelle est estimée comme stable par la banque présentatrice à 5,9 %, niveau devant être atteint en 2023. Dans la modélisation faite par Associés en Finance, cette marge n'est pas linéaire : elle se maintient à des niveaux soutenus sur les premières années d'extrapolation pour ensuite converger vers des niveaux plus faibles conformément à la méthodologie de son modèle Trival® ;
- La banque présentatrice a modélisé une variation de BFR égale à 14,5% du chiffre d'affaires additionnel sur la période, soit un niveau identique à celui constaté dans le plan d'affaires de la Société en 2023. Associés en Finance a modélisé le niveau de BFR en pourcentage du chiffre d'affaires, puis en a déduit sa variation chaque année. Les flux actualisés par Associés en Finance incorporent des flux de BFR négatifs ;

⁶ Il peut néanmoins subsister de légères différences selon la méthode de calcul des cours moyens pondérés utilisés notamment le nombre de jours de bourse de référence. Par ailleurs, les périodes de référence utilisées par Associés en Finance et la banque présentatrice sont différentes).



- Portamparc a retenu des niveaux d'investissements et d'amortissements égaux à 13,7 % du chiffre d'affaires sur la période d'extrapolation et comme niveaux normatifs. Associés en Finance a modélisé des dépenses d'investissements légèrement plus élevées en début de modélisation, cohérentes avec des hypothèses de croissance elles-aussi plus élevées. Elles diminuent ensuite progressivement, en proportion du chiffre d'affaires, pour atteindre un niveau inférieur à celles modélisées par la banque présentatrice ;
- Traitement des déficits fiscaux : La banque présentatrice a pris en compte une valeur actualisée d'une partie des déficits fiscaux pris en compte dans les éléments de passage. Associés en Finance a pris en compte la consommation d'une partie des déficits fiscaux dès lors que la base imposable permettait de les utiliser. Ils ont été incorporés directement dans la modélisation ;
- Les travaux de la banque présentatrice aboutissent à un coût moyen pondéré du capital de 9,57 %, qui correspond au coût des fonds propres du fait de la situation de trésorerie nette (gearing normatif retenu de 0 %), sur la base d'une prime de marché de 9,40 % (donnée correspond à la moyenne 3 mois au 14 novembre 2019 de la prime de marché France selon Bloomberg), d'un bêta de 0,66 correspondant au bêta désendetté du secteur (source Damodaran), d'un taux sans risque de -0,21% (moyenne 3 mois de l'OAT 10 ans au 14 novembre 2019), et d'une prime de taille de 3,58 % (source Duff & Phelps), soit un coût moyen pondéré du capital de 9,57 %. Associés en Finance dispose de sa propre méthodologie d'estimation directe du coût du capital ressortant du modèle Trival® (cf. Annexe 2). Les travaux menés par Associés en Finance aboutissent à un coût du capital au 20 novembre 2019 de 14,28 %.

La valorisation obtenue par Associés en Finance par la méthode *DCF to Firm* s'élève à 4,27 € par action Weborama, un niveau légèrement supérieur à la valorisation obtenue par la banque présentatrice de 4,21 € par action Weborama.

Méthodologie de valorisation DCF to Equity

La banque présentatrice n'a pas effectué de valorisation par la méthode *DCF to Equity*, à l'inverse d'Associés en Finance qui considère cette méthode pertinente.

V.F. Synthèse
Tableau 15 : Comparaison des valorisations obtenues pour Weborama par la banque présentatrice et par Associés en Finance

Méthode	 Associés en Finance	 PORTZAMPARC BNP PARIBAS GROUP
Examen du cours de l'action	Prime offerte par l'Offre de 101,4% par rapport au cours de clôture au 15 novembre 2019 Primes comprises entre 18,8% et 80,0% par rapport aux cours moyens pondérés sur 1, 2, 3, 6 et 9 mois au 20 novembre 2019. Sur 12 mois, le prix d'Offre extériorise une décote de -0,6%	Prime offerte par l'Offre de 101,4% par rapport au cours de clôture au 15 novembre 2019 Primes comprises entre 33,0% et 85,0% par rapport aux cours moyens pondérés sur 20 jours, 60 jours, et 6 mois au 30 septembre 2019.
Actualisation des flux prévisionnels DCF to Firm	Valeur centrale de 4,27 € par action Weborama sur la base de l'évaluation par DCF to Firm. Sur cette base, le prix d'Offre extériorise une prime de 31,3%	Valeur centrale de 4,21 € par action Weborama sur la base de l'évaluation par DCF to Firm. Sur cette base, le prix d'Offre extériorise une prime de 33,0%
Actualisation des flux prévisionnels DCF to Equity	Valeur centrale de 3,46 € par action Weborama sur la base de l'évaluation par DCF to Equity. Sur cette base, le prix d'Offre extériorise une prime de 61,7%	
Référence à la dernière transaction*	Référence à l'achat du bloc auprès de Financière Arbevel au prix d'Offre, à titre principal.	Portzamparc retient comme référence l'achat du bloc auprès de Financière Arbevel au prix d'Offre, à titre principal.
Analyse des transactions récentes sur le capital (à titre indicatif pour Associés en Finance)	Les transactions sur le capital de Weborama (augmentation de capital, acquisitions d'un blocs et de titres) ont eu lieu à des prix par action compris entre 4,4 € et 8,3 €, extériorisant des décotes et primes comprises entre - 34,9 % et +22,7 %	
Méthode des comparables boursiers (à titre indicatif pour la banque)	L'application des multiples aux agrégats de la Société fait ressortir des valeurs par action entre 1,41 euro et 3,92 euros. Le Prix d'Offre fait ressortir une prime de 297 % sur la valeur basse et de 43 % sur la valeur haute.	
Analyse des objectifs de bourses (à titre indicatif)	Le prix d'Offre fait ressortir une prime de 24 % par rapport au dernier objectif de cours publié avant annonce de l'Offre	Le prix d'Offre fait ressortir une prime de 24 % par rapport au dernier objectif de cours publié avant annonce de l'Offre
Actif Net Comptable (à titre indicatif)	L'Actif Net Comptable issu des derniers comptes consolidés publiés par Weborama s'établit à 5,08€ par action au 30 juin 2019, le prix d'Offre extériorise une prime de 10,2%.	L'Actif Net Comptable issu des derniers comptes consolidés publiés par Weborama s'établit à 5,08€ par action au 30 juin 2019, le prix d'Offre extériorise une prime de 10,2%.

Source : Associés en Finance

* Transaction ajustée au prix d'Offre

VI. Conclusion

Le 21 novembre 2019, Weborama a annoncé l'acquisition d'un bloc de 5,49 % de son capital par Startup Avenue, son actionnaire de contrôle. A cette même date, Startup Avenue a annoncé son intention de déposer un projet d'offre publique d'achat simplifiée sur Weborama, suivie d'un retrait obligatoire le cas échéant sur le solde des actions composant le capital de la Société.

A la date de la Note en Réponse, les Actionnaires de contrôle détiennent 3 388 429 actions représentant 5 398 704 droits de vote, soit 80,66 % du capital et 85,40 % des droits de vote de la Société. L'Offre porte sur un nombre maximum de 690 708 actions, représentant 16,44 % du capital de la Société, au prix unitaire de 5,60 € par action payable en numéraire, étant précisé que la Société s'est engagée à ne pas apporter à l'Offre les 121 800 actions auto-détenues par la Société à la date de l'Opération. L'Offre ne porte également pas sur les 165 500 actions gratuites indisponibles résultant des plans juin 2018 et octobre 2018, dans la mesure où la période d'acquisition et la période de conservation des actions gratuites indisponibles n'auront pas expiré avant la clôture de l'Offre, sous réserve des cas d'acquisition et de cessibilité anticipées.

Le 5 novembre 2019, le Conseil d'Administration de Weborama a désigné Associés en Finance en qualité d'expert indépendant. Dans le cas présent, le recours à un expert indépendant est rendu nécessaire par le fait que l'Initiateur de l'Offre détient déjà le contrôle de Weborama et qu'une ou plusieurs opérations connexes à l'Offre sont susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'Offre publique considérée (articles 261-1 I 1°, 261-1 I 4° et 261-1 II du RG de l'Autorité des Marchés Financiers) et par le fait qu'une procédure de retrait obligatoire pourrait être mise en œuvre (article 261.1.II du RG).

La mission d'Associés en Finance consiste à se prononcer sur le caractère équitable des termes et conditions de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée et de l'éventuel éventuel Retrait Obligatoire, initiée par Startup Avenue au prix de 5,60 € par action payable en numéraire.

Les résultats de la valorisation multicritères de Weborama réalisée par Associés en Finance sont synthétisés dans le Tableau 16.

Le prix de 5,60 € par action proposé dans le cadre de l'Offre extériorise :

- Une prime de +101,4 % par rapport au cours de clôture de Weborama au 15 novembre 2019, dernier jour de cotation avant l'annonce de l'Offre ;
- Des primes comprises entre +18,8 % et +80,0 % (calculs arrêtés au 15 novembre 2019) par rapport aux cours moyens pondéré du titre calculé sur différentes périodes comprises entre 1 mois et 9 mois de bourse aux dates de référence mentionnées. Le nouveau prix d'Offre proposé est égal au cours moyen pondéré par les volumes sur un an (arrondi au pas près⁷) ;
- Des primes de +31,3 % à +61,7 % par rapport à la valorisation de Weborama au 20 novembre 2019 par les méthodes d'actualisation des flux de trésorerie, méthodes principales de valorisation retenues par Associés en Finance ;
- Correspond au prix fixé lors de la dernière transaction sur le capital ;
- A titre indicatif, Associés en Finance présente une prime de +10,2 % par rapport à l'actif net comptable issu des derniers comptes consolidés ;

⁷ Le pas de cotation est la plus petite unité de variation possible entre 2 cours consécutifs. Le pas de cotation de la valeur Weborama est de 5 centimes d'euros.

- A titre indicatif, une prime de +24,4% par rapport au dernier objectif de cours publié avant annonce de l'Offre.

En définitive, nos conclusions n'ont pas changé suite au rehaussement du prix d'Offre, les actionnaires minoritaires de la Société bénéficieront ainsi au titre de la présente Offre d'une prime significative par rapport au cours de l'action avant l'annonce de l'Offre et par rapport aux valorisations par les méthodes d'actualisation des flux de trésorerie, méthodes principales de valorisation retenues par Associés en Finance.

Tableau 16 : Comparaison des valorisations obtenues pour Weborama par les différentes méthodes de valorisation et primes/décotes extériorisées par le prix d'Offre au 20 novembre 2019

		Valeur par action	Prime / Décote induite
A titre principal	Cours de bourse au 15 novembre 2019	Cours de clôture au 15 novembre 2019	2,78 € 101,4%
		Cours moyen pondéré par les volumes 1 mois	3,11 € 80,0%
		Cours moyen pondéré par les volumes 3 mois	3,39 € 65,3%
		Cours moyen pondéré par les volumes 6 mois	4,21 € 33,0%
		Cours moyen pondéré par les volumes 9 mois	4,72 € 18,8%
		Cours moyen pondéré par les volumes 12 mois	5,63 € (0,6%)
	Méthode d'actualisation des flux	<i>DCF to Equity</i>	3,46 € 61,7%
Méthode d'actualisation des flux	<i>DCF to Firm</i>	4,27 € 31,3%	
Analyse de la dernière transaction sur le capital	Acquisition d'un bloc en novembre 2019	5,60 € 0,0%	
A titre indicatif	Analyse des objectifs de bourses	Dernier objectif de cours, en date du 18 octobre 2019	4,50 € 24,4%
	Actif Net Comptable	Actif Net Comptable au 30 juin 2019	5,08 € 10,2%
	Analyse des transactions à moins d'un an sur le capital	Augmentation de capital lancée le 20 novembre 2018	8,30 € (32,5%)
		Acquisition d'un bloc en décembre 2018	7,00 € (20,0%)
		Acquisition de titres en mars 2019	6,10 € (8,2%)
Acquisition de titre en avril 2019		4,40 € 27,3%	
	Acquisition de titres en juillet 2019	4,90 € 14,3%	

Source : Associés en Finance

Les termes et conditions de l'Offre sont équitables pour les actionnaires minoritaires, y compris dans le cadre d'un retrait obligatoire.



Associés en Finance

VII. Annexe 1 : Présentation de l'expert et déroulement de la mission

Présentation de l'expert indépendant

Associés en Finance et Détroyat Associés ont annoncé leur rapprochement en décembre 2014.

La combinaison de ces deux sociétés a permis de créer le seul acteur indépendant de l'évaluation et du conseil à forte culture financière et dont la légitimité repose sur sa connaissance approfondie des marchés financiers, sa maîtrise de la modélisation financière et son exigence de rigueur. La nouvelle entité dispose d'un effectif d'environ 20 personnes, qui constitue l'une des toutes premières de la Place de Paris à la fois en nombre et en qualité.

Une des spécificités d'Associés en Finance réside dans le modèle de valorisation Trival® qui assure le suivi de 500 sociétés cotées et qui permet notamment d'estimer les primes de marché, primes de risque et primes d'illiquidité, et de calculer le coût des ressources de financement pour le marché dans son ensemble et pour les sociétés individuelles. Les primes de marché issues de Trival® constituent des primes de référence pour de nombreux évaluateurs externes et acteurs de l'expertise. Le modèle est également un puissant outil d'analyse qui permet d'évaluer des sociétés / actifs non cotés.

Associés en Finance suit de nombreux groupes dans le secteur des services informatiques, ce qui a permis à Associés en Finance de développer une connaissance de ce secteur unique parmi les cabinets d'expertise indépendants.

Préalablement à leur rapprochement et depuis ce rapprochement, Associés en Finance et Détroyat Associés ont effectué de multiples missions de conseil, d'expertise indépendante, et plus de 200 missions d'attestations d'équité. Associés en Finance ou Détroyat Associés sont intervenus récemment en qualité d'expert indépendant des opérations suivantes régies par le Règlement Général de l'AMF :

Tableau 17 : Missions d'Associés en Finance et Détoyat Associés

Date	Cible	Initiateur	Banques(s) présentatrice(s)	Type d'offre
nov.-19	ITS Group	ITS Participations	Invest Securities	OPAS puis RO
nov.-19	Futuren	EDF Renouvelables	Crédit Agricole CIB	RO
juil.-19	April	CVC	Deutsche Bank / Natixis / Lazard Frères	OPAS
nov.-18	Malteries Franco-Belges	Malteries Soufflet	Portzamparc	OPAS puis RO
janv.-18	EPS	GDF International	Portzamparc	OPAS
nov.-17	Vexim	Stryker Corporation	BNP Paribas	OPAS
sept.-17	Le Tanneur	Tolomei Participations	Natixis	Augmentation de capital et OPAS
juin-17	Blue Solutions	Bolloré	BNP Paribas / Natixis	OPAS
juin-17	Fimalac	GML	BNP Paribas / Crédit Agricole / Société Générale	OPAS puis RO
juin-17	SIPH	Michelin	Oddo & Cie	OPR-RO
janv.-17	Salvepar	Tikehau Capital	BNP Paribas / Crédit Agricole	OPM puis RO
nov.-16	Faiveley	Wabtec	Société Générale / UBS	OPM
août-16	Orolia	Financière Orolia	Invest Securities	OPAS-puis RO
juin-16	SAFTI	La Santa Maria	Invest Securities	OPR-RO
nov.-15	Montupet	Linamar	Deutsche Bank / Natixis	OPA
oct.-15	Alcatel-Lucent	Nokia	Société Générale	OPE
sept.-15	Bac Majestic	Millimages	Atout Capital	OPR-RO
juil.-15	Serma	Financière Ampère Galilée	Invest Securities	OPAS
juin-15	Société d'Édition de Canal+	Vivendi	CM-CIC Sec. / Crédit Agricole CIB	OPA
nov.-14	Nexeya	Nexeya Invest	Natixis	OPR-RO
oct.-14	Cameleon Software	Pros Holdings	Bryan Garnier & Co	OPAS
sept.-14	Club Méditerranée	Global Resort	Lazard Frères / Unicredit Bank AG	OPA
sept.-14	Orosdi	CEREP Investment France	Oddo Corporate Finance	OPR
sept.-14	AlphaMos	DMS	Rocheffort & Associés	Augmentation de capital
juil.-14	Carrefour Property Développement	CRPF 13	Natixis	OPR

Source : Associés en Finance

Associés en Finance n'a adhéré à aucune des deux associations professionnelles agréées par l'AMF en application de l'article 263-1 de son Règlement Général, et a mis en œuvre en interne les procédures et diligences nécessaires pour le respect des exigences requises des experts indépendants conformément aux principes énoncés dans les instructions AMF n°2006-15, n°2006-08 et dans le Règlement Général de l'AMF aux articles 261-4 et 262-1.

Personnes associées à la réalisation de la mission

Les personnes d'Associés en Finance impliquées dans cette mission sont Philippe Leroy, Président d'Associés en Finance, Mathilde de Montigny, *Managing Director*, Marjory Coustaroux, *Associate*, et Mathieu Benoît, Analyste. Pierre Charmion, *Managing Director*, a été en charge du contrôle qualité des travaux engagés.

Déroulement de la mission d'Associés en Finance

Au cours de sa mission, Associés en Finance a eu des contacts physiques ou téléphoniques réguliers avec les différentes personnes indiquées ci-dessous. Une réunion a également été organisée avec la Société afin de présenter les résultats de l'évaluation.

- Contacts physiques ou téléphoniques avec les personnes suivantes :
 - Daniel Sfez, *Deputy CEO*, Weborama ;
 - Alain Levy, *président du conseil d'administration et Directeur Général*, Weborama ;
 - Henri Bitan, *Deputy CFO : Business & Planning*, Weborama ;
 - Stanislas Jannet, *Director*, Portzamparc ;
 - Maxence Dhoury, *Co-Head of Equity Research*, Portzamparc ;
 - Capucine Metayer, *Associate*, Portzamparc ;
 - Julien Berthezene, *Avocat Associé*, Cabinet Berthezene Nevouet Rivet ;

Pour mener sa mission, Associés en Finance s'est appuyé sur ses propres méthodes et bases de données propriétaires (modèle Trival®), sur des bases de données externes (Bloomberg, Capital IQ), sur des entretiens menés avec les différentes parties prenantes citées ci-dessus et sur les diverses sources d'information disponibles.

Le programme de travail détaillé et les sources d'information utilisées sont également présentés ci-dessous :

- Analyse de documents
 - Derniers statuts de Weborama ;
 - Organigramme juridique de Weborama et de ses filiales ;
 - Répartition à jour du capital de la Société (en actions et en droits de vote), détail des éventuels instruments dilutifs ;
 - Rapports de gestion de Weborama sur les 5 derniers exercices ;
 - Procès-verbaux des Conseils d'Administration de Weborama et des Assemblées Générales (sur les 3 derniers exercices) ;
 - Rapports (généraux et spéciaux) des commissaires aux comptes sur les cinq derniers exercices ;
 - Projet de note d'information et éléments d'appréciation du prix de l'Offre élaborés par la banque présentatrice et projet de note en réponse en date du 6 décembre 2019 ;
 - Comptes consolidés et annexes du premier semestre 2019 ;
 - Plan d'affaires commenté ;
 - Conventions de gestion de trésorerie, convention de prestation de services ;
 - Convention de services de réception et de transmission d'ordres et programme de rachat d'actions ;
 - Contrat de liquidité avec Louis Capital Markets ;
 - Mécanisme de liquidité des actions gratuites.

- Utilisation des bases de données
 - utilisation des bases de données financières externes (Bloomberg, Capital IQ) ;
 - utilisation de la base de données Trival® d'Associés en Finance.
- Analyse de la Société et de son environnement
 - analyse de l'environnement économique et concurrentiel du marché ;
 - analyse financière, comptes et stratégie de Weborama ;
 - analyse des comparables boursiers de la Société.
- Evaluation de Weborama selon une approche multicritères
- Entretiens avec les différentes personnes indiquées ci-dessus
- Mise en œuvre du contrôle qualité
- Examen des travaux de la banque présentatrice
- Rédaction du rapport d'expertise
- Présentation du rapport à la Société et aux administrateurs

Rémunération

Les honoraires forfaitaires (et donc non conditionnés par le résultat de l'Offre) sont de 50 000 € hors TVA.

VIII. Annexe 2 : Présentation détaillée du modèle Trival®

VIII.A. Trival : modèle de coût des fonds propres

L'univers Trival®

Le modèle permet de faire cohabiter dans un même échantillon de 500 sociétés : environ 350 sociétés de la zone Euro et environ 150 sociétés hors zone euro (principalement des grandes sociétés nord-américaines ou européennes hors zone euro) de taille très différente, avec des flottants s'étageant de 15 M€ pour le plus faible à 850 Mds€ pour le plus élevé.

Les paramètres de marché sont calculés à partir du sous-échantillon des valeurs de la zone Euro et mis à jour quotidiennement.

Le taux de rentabilité anticipé : l'actualisation des excédents de trésorerie disponibles pour les actionnaires

La rentabilité anticipée est basée sur le calcul des excédents de trésorerie disponibles pour les actionnaires, à partir de plans de développement élaborés par le bureau d'analyse financière d'Associés en Finance. Cette méthode, utilisée par l'ensemble des évaluateurs, permet d'englober dans la répartition des flux tant les dividendes que les rachats d'actions. Ces excédents de trésorerie sont déterminés par simulation des bilans compte tenu des besoins d'investissement et d'une structure financière normative. Celle-ci est liée à la volatilité de la valeur des actifs financés qui conditionne la plus ou moins grande confiance des prêteurs. Le coût de la dette est composé d'un taux pivot affecté d'un écart de taux conforme à la notation de l'entreprise et du spread constaté sur le marché pour celle-ci.

Le modèle de simulation comporte trois périodes. La première vise à passer de la structure actuelle d'endettement à la structure cible, compte tenu de la capacité de croissance interne et externe de l'activité démontrée par la société considérée. La seconde fait converger les variables de rentabilité du groupe considéré vers celles de la moyenne de son secteur d'activité. La troisième période fait converger l'ensemble des secteurs de manière à observer une disparition de la rente économique et d'achever la simulation en calant la valeur finale sur la valeur comptable des fonds propres résiduels.

Le modèle prend en compte plus d'une vingtaine de variables par société. Son objectif est avant tout de faire ressortir les écarts sous-jacents de croissance d'activité, de rentabilité et d'utilisation des capitaux permanents entre les sociétés qui sont directement concurrentes, clientes, etc.

Les flux disponibles pour l'investisseur sont calculés après paiement de l'impôt sur les sociétés, des frais financiers et des flux de la dette, remboursements ou nouveaux emprunts. Le taux de rentabilité anticipé ressortant de ce calcul est donc un taux de rentabilité attendu sur les fonds propres exprimés en valeur de marché après impôt sur les sociétés, mais avant imposition de l'actionnaire.

De l'actif économique à l'actif financier coté

Les simulations microéconomiques sur un portefeuille d'actifs industriels ne correspondent pas toujours à la réalité financière et juridique de l'actif financier coté. Un premier ajustement passe par la prise en compte des intérêts minoritaires, des participations qui ne sont pas consolidées par intégration globale, et des plus et moins-values latentes sur actifs financiers. Un second ajustement passe par la prise en compte au niveau de la « part du groupe » des différents titres (actions ordinaires, actions préférentielles) et l'adoption d'un nombre d'actions normalisé.

Le taux de rentabilité anticipé est le taux d'actualisation qui rend la somme de la valeur actuelle des flux prévus et des ajustements liés aux comptes consolidés évoqués dans le paragraphe précédent égale à la capitalisation boursière. C'est donc un taux de rentabilité attendue sur les fonds propres exprimés en valeur de marché après impôts sur les sociétés mais avant imposition de l'actionnaire.

Le risque anticipé

Une des particularités des modèles développés par Associés en Finance est de se référer non pas à un coefficient bêta calculé ex-post à partir des cours de bourse mais à un risque anticipé. Les premiers présentent en effet l'inconvénient de coefficients de corrélation peu convaincants entraînant leur instabilité et leur faible significativité.

Le risque anticipé résulte de la combinaison d'un risque de prévision, d'un risque financier et d'un risque sectoriel.

Le risque de prévision correspond au degré de confort avec lequel l'analyste peut faire des projections pour l'avenir. Le risque de prévision est la perception externe de l'ensemble des facteurs de variabilité des bénéfices, qu'ils soient liés à des facteurs internes à l'entreprise (produits, stratégie, qualité de gestion, qualité de l'information) ou à son environnement (concurrence dans le secteur, degré de réglementation). Il intègre une note qualitative propre au bureau d'analyse financière d'Associés en Finance représentant la synthèse de douze critères d'appréciation des forces et faiblesses de la société concernée. Il est directement lié à la variabilité anticipée des mouvements du cours de bourse de l'action concernée vis à vis de changements d'environnement économique ou des « surprises » sur les résultats. Le risque de prévision s'étage sur une échelle de 1 à 9, pour une note médiane de 5.

Le risque financier s'apparente aux notations des agences de rating financier. Le risque financier, qui s'étage sur une échelle croissante entre 1 et 5 (3 étant la note médiane), mesure la solidité de la structure financière et la capacité de la société à faire face à ses engagements financiers dans le cadre de son scénario de développement. Il tient compte, sur la base des flux prévisionnels élaborés par Associés en Finance, de la structure financière de la société (dettes sur valeur d'entreprise), de la taille et la volatilité des actifs, de la couverture des charges financières par l'exploitation et du nombre d'années de cash flows que représente la dette.

Le risque sectoriel correspond au bêta boursier de l'indice sectoriel auquel appartient la société analysée.

La liquidité

Elle est évaluée dans le modèle par la liquidité structurelle, à savoir le flottant, comme c'est désormais le cas dans la pondération des grands indices boursiers, et par la liquidité conjoncturelle. Le coefficient affecté à la liquidité est normé à un.

La liquidité structurelle s'exprime par le rapport de l'inverse du logarithme du flottant d'un groupe coté à la moyenne des inverses des logarithmes du flottant de chacune des sociétés de l'échantillon.

La liquidité conjoncturelle est appréhendée par l'inverse du logarithme du montant de capitaux négociables pour une variation de 1,0% du cours.

Les sociétés sont rangées par ordre de liquidité décroissante –ou illiquidité croissante– afin d'obtenir une pente positive comme dans le cas de la prime de risque. Les valeurs très liquides ont un coefficient d'illiquidité inférieur à 1, les valeurs peu liquides ayant un coefficient d'illiquidité supérieur à 1.

L'ajout dans Trival® du facteur liquidité dans la valorisation des actifs financiers apporte une réelle contribution. On constate en effet en général une indépendance entre le risque et la liquidité, c'est à dire que par sous-échantillon de liquidité le risque est invariant, et que par sous-échantillon de risque, la liquidité est également invariante.

La régression entre les taux actuariels obtenus et les deux attributs de risque relatif et d'illiquidité relative, permet de déterminer, compte tenu du niveau de risque opérationnel et de la taille de l'entité, le taux de rentabilité normalement exigé pour cette entreprise. C'est le coût des fonds propres.

Les paramètres obtenus par cette régression sont la prime de risque, la prime d'illiquidité, et un résidu. La prise en compte de la liquidité permet de mieux expliquer les valorisations, puisque le coefficient de détermination (R^2) de la double régression est en général supérieur à 65%.

Trival® plan WACC : modèle de coût moyen du capital

A partir des données calculées précédemment pour chacune des sociétés suivies et pour l'ensemble du marché actions, il est possible de calculer le coût moyen pondéré du capital (Wacc).

L'approche traditionnelle en la matière consiste à calculer le coût moyen pondéré du capital en fonction des proportions respectives du capital et de la dette par rapport au total de capitaux employés en valeur de marché (valeur d'entreprise = capitalisation boursière ajustée + dettes). Les résultats de cette méthode sont assez sensibles à la pondération respective accordée au financement par dette et au financement par capitaux propres.

Pour cette raison, Associés en Finance a développé une méthode directe d'estimation du coût moyen du capital : à partir des flux prévus pour chaque société déterminés selon la méthode décrite ci-dessus, il est possible de calculer directement le Wacc.

En pratique, à partir des projections de flux dans Trival®, on régresse :



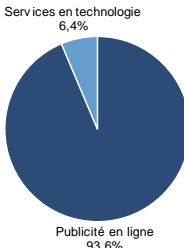
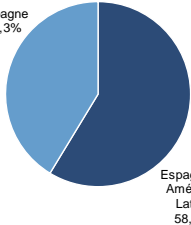


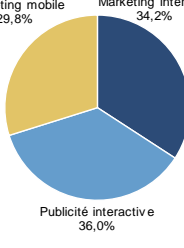
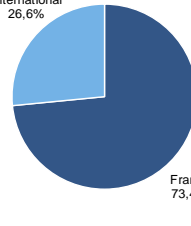


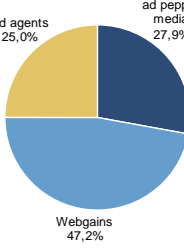
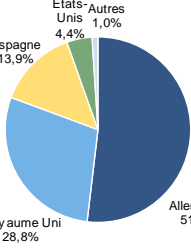


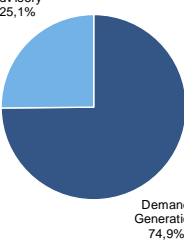
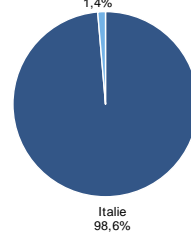


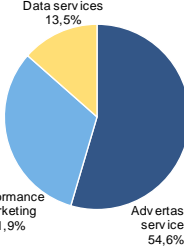
- Les taux actuariels obtenus en comparant les cash-flows (avant prise en compte des frais financiers et après impôt) à la valeur d'entreprise (capitalisation boursière ajustée et dettes) ;
- Les deux attributs que sont le risque opérationnel (à risque financier moyen) et la taille des actifs mis en œuvre. Le risque opérationnel est calculé selon la méthodologie exposée dans le paragraphe 1, à la différence près que la note de risque financier est bloquée à la note médiane 3 (le calcul est neutre dans un premier temps vis-à-vis de la structure financière : il s'agit de déterminer une valeur d'entreprise théorique avant prise en compte de la structure financière) et que les risques obtenus sont normés sur une moyenne de 1,0. La taille des actifs mis en œuvre est calculée à partir de la valeur d'entreprise (capitalisation boursière ajustée majorée des dettes).

L'ensemble des calculs du plan Wacc est effectué hors valeurs bancaires.

La régression entre les taux actuariels obtenus et les deux attributs de risque opérationnel et de taille des actifs, directement dérivés des éléments utilisés pour la détermination du coût des fonds propres permet de déterminer, compte tenu du niveau de risque opérationnel et de la taille de l'entité, le taux de rentabilité normalement exigé pour cette entreprise. C'est le coût moyen pondéré des capitaux (Wacc).


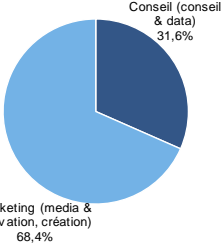
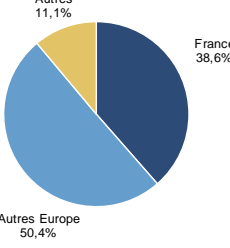

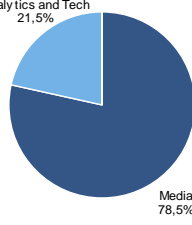
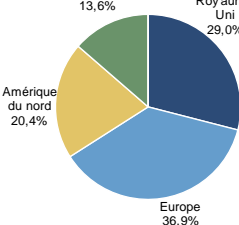
Les paramètres obtenus par cette régression sont la prime de risque opérationnel, la prime de taille et l'ordonnée du plan.

IX. Annexe 3 : Présentation des comparables boursiers
Tableau 18 : Sociétés de l'échantillon de comparables boursiers

Pays	Description de l'activité	Capi. boursière ⁽¹⁾	CA 2018R	Répartition des activité par segment ⁽²⁾	Répartition des activité par secteur ⁽²⁾
 	Antevenio est une société espagnole spécialisée dans la récolte de données dans le but de créer des bases de données ayant pour objectif d'être utilisées par les annonceurs dans leur stratégie commerciale.	29 M€	Chiffre d'affaires 29,5 M€		
 	Numberly (1000mercis) est une société française spécialisée dans les prestations de publicité et de marketing interactif, telles que la récolte et le traitement de données, ou la commercialisation de bases d'informations.	59 M€	Chiffre d'affaires 68,1 M€		
 	ad pepper media international est un groupe allemand offrant des services, des stratégies et des solutions en ligne pour les médias interactifs et le marketing direct.	56 M€	Chiffre d'affaires 20,3 M€		
 	Digital360 est une société italienne fournissant des services de soutien aux entreprises, tels que des solutions de communication et de marketing, ainsi que des conseils dans les domaines du marketing numérique et du commerce électronique.	14 M€	Chiffre d'affaires 22,5 M€		
 	Digitouch est une société italienne proposant des services en marketing digital, allant du conseil en stratégie marketing et en marketing de la performance, pour les moyennes et grandes entreprises italiennes.	18 M€	Chiffre d'affaires 32,2 M€		

Source : Associés en Finance

Tableau 19 : Sociétés de l'échantillon de comparables boursiers

Pays	Description de l'activité	Capi. boursière ⁽¹⁾	CA 2018R	Répartition des activité par segment ⁽²⁾	Répartition des activité par secteur ⁽²⁾
France	<p>ARTEFACT </p> <p>Artefact est une société française spécialisée dans la data et l'intelligence artificielle</p>	46 M€	Chiffre d'affaires 67,6 M€		
Royaume Uni	<p>ebiquity </p> <p>Ebiquity est une société anglaise fournissant des analyses et des renseignements sur l'ensemble du paysage du marketing et des médias, permettant à ses clients de bénéficier d'une surveillance complète de leur communication et de celle de leurs concurrents.</p>	45 M€	Chiffre d'affaires 69,4 M€		

Sources : Capital IQ, Associés en Finance

Notes : * Chiffre d'affaires et répartition au 31 décembre 2018, Capitalisation boursière au 15 novembre 2019