NOTE D'INFORMATION CONJOINTE RELATIVE À L'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT SUIVIE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ

aufeminin

Initiée par

Télévision Française 1

TF1

Présentée par

Rothschild Martin Maurel

Conseillée par

EVERCORE

ROTHSCHILD & CIE

PRIX DE L'OFFRE : 39,47 euros par action aufeminin S.A.

DURÉE DE L'OFFRE : 10 jours de négociation

Le calendrier de l'offre sera fixé par l'Autorité des marchés financiers (« AMF ») conformément à son règlement général

AMF AUTORITÉ DES MARCHÉS FINANCIERS

En application de l'article L. 621-8 du code monétaire et financier et de l'article 231-23 de son règlement général, l'AMF a, en application de la décision de conformité de l'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire du 16 octobre 2018, apposé le visa n°18-483 en date du 16 octobre 2018 sur la présente note d'information conjointe. Cette note d'information a été établie par la société Télévision Française 1 conjointement avec la société aufeminin et engage la responsabilité de ses signataires. Le visa, conformément aux dispositions de l'article L. 621-8-1 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

À l'issue de l'offre publique de retrait faisant l'objet de la présente note d'information conjointe, la procédure de retrait obligatoire prévue à l'article L. 433-4, II. du code monétaire et financier sera mise en œuvre et les actions aufeminin qui n'auront pas été apportées à l'offre publique de retrait seront transférées à TF1, moyennant une indemnisation égale au Prix de l'Offre.

Des exemplaires de la présente note d'information conjointe sont disponibles sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org), de TF1 (www.groupe-tf1.fr) et d'aufeminin (http://corporate.aufeminin.com) et peuvent être obtenus sans frais sur simple demande auprès de Rothschild Martin Maurel (29, avenue de Messine, 75008 Paris).

Conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur et d'aufeminin seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique de retrait.

TABLE DES MATIERES

1. PRÉSENTATION DE L'OFFRE 5

1.1. INTRODUCTION 5

1.2. CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OPERATION 6

1.2.1. Contexte de l'opération 6

1.2.2. Répartition du capital et des droits de vote de la Société 8

1.2.3. Titres et droits donnant accès au capital de la Société 9

1.2.4. Motifs de l'Offre 9

1.3. INTENTIONS DE L'INITIATEUR POUR LES DOUZE MOIS A VENIR 9

1.3.1. Stratégie, politique industrielle, commerciale et financière 10

1.3.2. Intentions de l'Initiateur en matière d'emploi 10

1.3.3. Politique de distribution de dividendes 10

1.3.4. Synergies 10

1.3.5. Gouvernance – Composition du conseil d'administration 10

1.3.6. Intentions en matière de fusion et d'intégration 11

1.3.7. Avantages pour la Société, l'Initiateur et leurs actionnaires 11

1.4. ACCORDS POUVANT AVOIR UN EFFET SIGNIFICATIF SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE. 11

2. CONDITIONS DE L'OFFRE 11

2.1. TERMES DE L'OFFRE 11

2.2. NOMBRE ET NATURE DES TITRES VISES PAR L'OFFRE 13

2.3. SITUATION DES TITULAIRES D'ACTIONS GRATUITES EN PERIODE D'ACQUISITION ET ACCORDS DE LIQUIDITE 13

2.3.1. Situation des titulaires d'Actions Gratuites en Période d'Acquisition 13

2.3.2. Accords de liquidité 14

2.4. PROCEDURE D'APPORT A L'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT 15

2.5. RETRAIT OBLIGATOIRE ET RADIATION D'EURONEXT PARIS 16

2.6. DROIT APPLICABLE 16

2.7. CALENDRIER INDICATIF DE L'OFFRE 16

2.8. FINANCEMENT ET FRAIS DE L'OFFRE 17

2.8.1. Frais liés à l'Offre 17

2.8.2. Modalités de financement de l'Offre 17

2.9. RESTRICTIONS CONCERNANT L'OFFRE A L'ETRANGER 17

2.10. TRAITEMENT FISCAL DE L'OFFRE 19

2.10.1. Actionnaires personnes physiques résidents fiscaux de France, agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et ne réalisant pas des opérations de bourse à titre habituel 19

2.10.2. Actionnaires personnes morales résidents fiscaux de France et soumis à l'impôt sur les sociétés dans les conditions de droit commun 22

2.10.3. Actionnaires non-résidents fiscaux de France 24

2.10.4. Actionnaires soumis à un régime d'imposition différent 24

2.10.5. Droits d'enregistrement ou taxe sur les transactions financières 24

3. INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE 25

3.1.1. Structure du capital social 25

3.1.2. Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et au transfert d'actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L.233-11 du code de commerce 25

3.1.3. Participations directes et indirectes au capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissements de seuils ou d'une déclaration d'opération sur titres en application des articles L. 233-7 et L. 233-12 du code de commerce 25

3.1.4. Liste des détenteurs d'actions aufeminin comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci 26

3.1.5. Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier 26

3.1.6. Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions aufeminin et à l'exercice des droits de vote 26

3.1.7. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts d'aufeminin 26

3.1.8. Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier concernant l'émission ou le rachat d'actions 27

3.1.9. Accords conclus par la Société étant modifiés ou prenant fin en cas de changement de contrôle d'auféminin 29

3.1.10. 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 ou d'échange 30

4. ÉLÉMENTS D'APPRÉCIATION DU PRIX DE L'OFFRE 30

4.1. METHODOLOGIE 30

4.1.1. Sources d'information 30

4.1.2. Valeur d'entreprise et ajustement de valeur des capitaux propres 31

4.1.3. Nombre d'actions retenu 31

4.1.4. Méthodes d'évaluation retenues à titre principal 31

4.1.5. Méthodes d'évaluation écartées 32

4.2. APPRECIATION DU PRIX DE L'OFFRE AU REGARD DES DIFFERENTES METHODES D'EVALUATION RETENUES 32

4.2.1. Référence à la valeur extériorisée lors de l'Acquisition du Bloc, de l'OPAS et aux acquisitions d'actions intervenues postérieurement à l'OPAS 32

4.2.2. Cours de Bourse de la Société 33

4.2.3. Multiples boursiers des sociétés comparables 35

4.2.4. Référence aux transactions comparables 37

4.2.5. Actualisation des flux nets de trésorerie disponibles futurs 38

4.3. SYNTHESE DES ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX DE L'OFFRE 40

5. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT 41

6. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION D'AUFEMININ 114

6.1. RAPPEL DES DECISIONS PREALABLES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION RELATIVES A L'OFFRE 114

6.2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION 114

7. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION 118

8. INTENTIONS DE LA SOCIETE QUANT AUX ACTIONS AUTO-DETENUES 118

9. PERSONNES RESPONSABLES DU CONTENU DE LA NOTE D'INFORMATION CONJOINTE 119

1. PRÉSENTATION DE L'OFFRE

1.1. Introduction

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 236-3 et 237-1 du règlement général de l'AMF, Télévision Française 1 S.A., société anonyme de droit français ayant un capital social de 41.979.068 euros, dont le siège social est sis au 1, Quai du Point du Jour, 92656 Boulogne Billancourt Cedex, France et immatriculée sous le numéro 326 300 159 RCS Nanterre (« **TF1** » ou l'« **Initiateur** »), s'est irrévocablement engagée auprès de l'AMF à offrir aux actionnaires d'aufeminin S.A., société anonyme de droit français ayant un capital social de 1.932.977 euros, dont le siège social est sis au 8-10, rue Saint Fiacre, 75002 Paris, France, immatriculée sous le numéro 423 780 113 RCS Paris (« **aufeminin** » ou la « **Société** ») et dont les actions sont admises aux négociations sur Euronext Paris - Compartiment B (ISIN FR0004042083 ; code mnémonique : FEM) d'acquérir la totalité de leurs actions aufeminin dans le cadre d'une offre publique de retrait (l'« **Offre Publique de Retrait** ») qui sera immédiatement suivie d'une procédure de retrait obligatoire (le « **Retrait Obligatoire** » et, avec l'Offre Publique de Retrait, l'« **Offre** »), au prix unitaire de 39,47 euros (le « **Prix de l'Offre** »).

L'Initiateur n'agit pas de concert avec un tiers ou un actionnaire de la Société.

L'Offre est présentée par Rothschild Martin Maurel, qui garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre, conformément à l'article 231-13 du règlement général de l'AMF. Rothschild Martin Maurel est habilitée à fournir des services de prise ferme en France.

À la date de la présente note d'information conjointe, TF1 détient 9.206.457 actions et droits de vote de la Société, représentant 95,26% du capital et 95,22% des droits de vote de la Société.

L'Offre vise :

- la totalité des actions non détenues directement ou indirectement par TF1 à la date des présentes, soit, à la connaissance de l'Initiateur, un nombre de 458.428 actions ;

- les actions nouvelles de la Société susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre à raison de l'acquisition définitive des actions gratuites de la Société dont la période d'acquisition ne sera pas expirée à la date de la clôture de l'Offre, soit, à la connaissance de l'Initiateur, un nombre maximum de 78.000 actions (les « **Actions Gratuites en Période d'Acquisition** »),

soit à la connaissance de l'Initiateur un nombre total maximum de 536.428 actions.

Il est toutefois précisé que, à la connaissance de l'Initiateur, sous réserve des cas de levée des indisponibilités prévus par les dispositions législatives ou réglementaires applicables (tels que le décès ou l'invalidité du bénéficiaire), les 78.000 Actions Gratuites en Période d'Acquisition ne pourront pas être apportées à l'Offre.

Dans la mesure où les réglementations applicables le permettent, les Actions Gratuites en Période d'Acquisition bénéficieront du mécanisme de liquidité décrit à la Section 2.3.2 "*Accords de liquidité*" de la présente note d'information conjointe.

Dans le cadre du Retrait Obligatoire, les actions aufeminin non détenues par TF1 seront transférées à TF1 moyennant une indemnisation égale au Prix de l'Offre, soit 39,47 euros par action.

1.2. Contexte et motifs de l'opération

1.2.1. Contexte de l'opération

Acquisition de la participation d'ASIH dans la Société

Le 27 avril 2018, TF1 a acquis auprès d'Axel Springer International Holding GMBH (« **ASIH** ») 7.385.493 actions aufeminin (le « **Bloc** »), conformément aux termes d'un contrat d'acquisition d'actions conclu le 17 janvier 2018 entre TF1 et ASIH (le « **Contrat** »).

À la suite de l'acquisition du Bloc par TF1, TF1 a déclaré, par courrier en date du 27 avril 2018 complété par un courrier en date du 2 mai 2018 adressé à l'AMF et à la Société, avoir franchi à la hausse, le 27 avril 2018[1], tous les seuils légaux compris entre 5% et $66^{2/3}$% du capital et des droits de vote de la Société, et a déclaré ses intentions concernant la Société. Ces déclarations ont donné lieu à un avis publié par l'AMF le 2 mai 2018 sous le numéro 218C0816.

Offre publique d'achat simplifiée

En application des articles 233-1, 2° et 234-2 du règlement général de l'AMF, TF1 a déposé le 22 mai 2018 auprès de l'AMF une offre publique d'achat simplifiée portant sur les actions aufeminin non détenues directement ou indirectement par TF1 à l'issue de l'acquisition du Bloc, qui a été ouverte du 14 juin au 4 juillet 2018 inclus (l' « **OPAS** »).

En outre, conformément aux dispositions de l'article 231-38 IV du règlement général de l'AMF, TF1 a acquis, entre le 28 mai 2018 et le 8 juin 2018, 109.577 actions aufeminin (étant précisé que chacune des actions aufeminin ainsi acquise l'a été au prix de l'OPAS, soit 39,47 euros), tel que suit :

Date d'acquisition	***Nombre d'actions aufeminin acquises***
28 mai 2018	80.700 (acquisition hors marché)
5 juin 2018	733 (acquisition sur le marché)

[1] L'accomplissement de l'ensemble des conditions suspensives prévues dans le Contrat a été réalisé le 23 avril 2018 et le transfert de propriété desdites actions a eu lieu le 27 avril 2018.

6 juin 2018	955 (acquisition sur le marché)
7 juin 2018	27.129 (acquisition sur le marché)
8 juin 2018	60 (acquisition sur le marché)
TOTAL	**109.577**

Par ailleurs, le 24 mai 2018, TF1 a conclu avec les titulaires d'actions de la Société existantes attribuées gratuitement, et dont la période de conservation n'allait pas expirer à la date de clôture de l'OPAS (les « **Actions Gratuites en Période de Conservation** ») des accords de liquidité en vertu desquels TF1 était bénéficiaire d'une promesse de vente lui permettant d'acquérir à terme lesdites Actions Gratuites en Période de Conservation. En conséquence, TF1 détenait 63.000 actions aufeminin au titre de l'assimilation prévue à l'article L.233-9, I, 4° du code de commerce.

À l'issue de l'OPAS, pendant laquelle TF1 a acquis 1.457.345 actions aufeminin, TF1 détenait 9.015.415 actions aufeminin représentant autant de droits de vote, soit 93,28% du capital et au moins 93,25% des droits de vote, selon la répartition suivante :

Actions détenues par TF1 de manière effective	8.952.415
Actions détenues par TF1 au titre de l'assimilation prévue à l'article L.233-9, I, 4° du code de commerce	63.000
TOTAL	**9.015.415**

Le résultat de l'OPAS a donné lieu à un avis publié par l'AMF le 5 juillet 2018 sous le numéro 218C1203.

Dans le cadre de l'OPAS, TF1 a déclaré, par courrier en date du 5 juillet 2018 adressé à l'AMF et à la Société, avoir franchi à la hausse, le 3 juillet 2018, les seuils de 90% du capital et des droits de vote de la Société. Cette déclaration a donné lieu à un avis publié par l'AMF le 6 juillet 2018 sous le numéro 218C1219.

Acquisition d'actions aufeminin sur le marché et franchissement à la hausse des seuils de 95% du capital et des droits de vote de la Société

Depuis la date de clôture de l'OPAS, TF1 a acquis 191.042 actions aufeminin (étant précisé que chacune des actions aufeminin ainsi acquise l'a été au prix de l'OPAS, soit 39,47 euros et qu'aucun complément de prix, de quelque nature que ce soit, n'a été prévu au bénéfice des cédants), tel que suit :

Date d'acquisition	*Nombre d'actions aufeminin acquises*
25 juillet 2018	150.140 (acquisition sur le marché)
3 août 2018	2.500 (acquisition sur le marché)
7 septembre 2018	38.402 (acquisition sur le marché)
TOTAL	**191.042**

À l'issue de l'acquisition en date du 7 septembre 2018, TF1 a déclaré, par courrier en date du 7 septembre 2018 adressé à l'AMF et à la Société, avoir franchi à la hausse les seuils de 95% du capital et des droits de vote de la Société. Cette déclaration a donné lieu à un avis publié par l'AMF le 10 septembre 2018 sous le numéro 218C1530.

En outre, à la suite de l'exercice des promesses d'achat consenties par l'Initiateur aux titulaires d'Actions Gratuites en Période de Conservation aux termes des accords de liquidité (cf. Section 2.3.2 "*Accords de liquidité*"), TF1 a acquis de manière effective (i) les 62.000 actions aufeminin dont la période de conservation expirait le 1er août 2018 et (ii) les 1.000 actions aufeminin dont la période de conservation expirait le 7 septembre 2018. TF1 ne détient donc plus aucune action aufeminin par assimilation.

À la date de la présente note d'information conjointe, l'Initiateur détient 9.206.457 actions aufeminin représentant 95,26% du capital et 95,22% des droits de vote de la Société.

1.2.2. Répartition du capital et des droits de vote de la Société

Le capital social de la Société s'élève, à la connaissance de l'Initiateur et sur la base de l'information publique, à 1.932.977 euros divisés en 9.664.885 actions ordinaires de 0,20 euro de valeur nominale chacune.

Le tableau ci-après présente, à la connaissance de l'Initiateur et sur la base de l'information publique disponible, la répartition du capital et des droits de vote de la Société à la date de la présente note d'information conjointe :

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% des droits de vote*
TF1	9.206.457	95,26	9.206.457	95,22
Autres actions au nominatif	22.960	0,24	26.301	0,27
Auto-détention	-	-	-	-
Public	435.468	4,50	435.468	4,51
Total	9.664.885	100	9.668.226	100

*

Conformément à l'article 231-1 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont rattachés des droits de vote, en ce comprises les actions dépourvues de droits de vote.

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

À la connaissance de l'Initiateur, il n'existe, à l'exception des Actions Gratuites en Période d'Acquisition, 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.

1.2.4. Motifs de l'Offre

Détenant plus de 95% du capital et des droits de vote d'aufeminin, l'Initiateur a déposé auprès de l'AMF, conformément aux dispositions des articles 236-3 et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, la présente Offre Publique de Retrait qui sera immédiatement suivie d'un Retrait Obligatoire visant la totalité des actions aufeminin non détenues par TF1.

L'Offre est réalisée dans l'objectif d'acquérir 100% les actions aufeminin et de sortir les actions de la Société de la cote.

Les actionnaires minoritaires d'aufeminin obtiendront une liquidité immédiate et intégrale de leurs actions aufeminin.

L'Initiateur a mandaté Rothschild Martin Maurel, qui a procédé à une évaluation des actions aufeminin figurant en Section 4 "*ÉLÉMENTS D'APPRÉCIATION DU PRIX DE L'OFFRE*" de la présente note d'information conjointe.

En application des dispositions de l'article 261-1, I et II du règlement général de l'AMF, le conseil d'administration de la Société, lors de sa réunion du 7 septembre 2018, a désigné le cabinet Ledouble, représenté par Madame Agnès Piniot, en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** ») chargé d'apprécier les conditions financières de l'Offre. Le rapport de l'Expert Indépendant (qui constitue une attestation complémentaire à celle délivrée lors de l'OPAS), qui conclut au caractère équitable du prix proposé aux actionnaires dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait et du Retrait Obligatoire, est intégralement reproduit à la Section 5 "*RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT*" de la présente note d'information conjointe.

1.3. Intentions de l'Initiateur pour les douze mois à venir

Les Sections 1.3.1 à 1.3.6 ci-après indiquent les intentions de l'Initiateur pour les douze prochains mois.

1.3.1. Stratégie, politique industrielle, commerciale et financière

En associant l'équipe dirigeante et l'ensemble des salariés de la Société, l'Initiateur a l'intention de poursuivre les principales orientations stratégiques mises en œuvre par le conseil d'administration et l'équipe dirigeante actuelle de la Société, tout en l'accompagnant afin de conserver et renforcer sa position auprès de ses principaux clients.

D'une manière générale, l'Initiateur considère que l'Offre favorisera le développement de la Société et n'aura pas d'incidence négative sur la politique industrielle, commerciale et financière de la Société.

L'Initiateur se réserve la faculté de mettre en place, dans le respect de l'intérêt social de la Société, des accords usuels dans le cadre d'un groupe (par exemple, des accords de gestion de trésorerie).

1.3.2. Intentions de l'Initiateur en matière d'emploi

L'Offre s'inscrit dans une stratégie de poursuite de l'activité et de développement des activités de la Société et n'aura pas d'impact négatif sur sa politique en matière d'emploi, les salariés de la Société continuant à bénéficier de leur précédent statut.

1.3.3. Politique de distribution de dividendes

La politique de distribution de dividendes de la Société continuera d'être déterminée par ses organes sociaux en fonction des capacités distributives, de la situation financière et des besoins financiers de la Société et de ses filiales.

1.3.4. Synergies

L'Initiateur et la Société n'anticipent pas d'autres synergies significatives de coûts ni de résultats dont la matérialisation serait identifiable ou chiffrable à la date de la présente note d'information conjointe, autres que celles décrites dans la note d'information relative à l'OPAS (visée par l'AMF le 12 juin 2018 sous le n°18-240).

1.3.5. Gouvernance – Composition du conseil d'administration

À la date de la présente note d'information conjointe, le conseil d'administration de la Société est composé comme suit :

- Monsieur Olivier Abecassis, Président-Directeur-Général ;
- Madame Marie Pic-Pâris Allavena, administratrice indépendante ;
- Madame Karen Heumann, administratrice indépendante ;
- Monsieur Gilles Pélisson ;
- Madame Christine Bellin ; et
- Monsieur Philippe Denery.

1.3.6. Intentions en matière de fusion et d'intégration

Il n'est pas envisagé de procéder à une fusion entre TF1 et aufeminin à l'issue de l'Offre.

1.3.7. Avantages pour la Société, l'Initiateur et leurs actionnaires

Intérêt de l'opération pour la Société et ses actionnaires

L'Initiateur propose aux actionnaires d'aufeminin qui apporteront leurs actions à l'Offre une liquidité immédiate pour la totalité de leur participation au même prix que celui offert dans le cadre de l'OPAS, à savoir 39,47 euros par action. Cette opération permettra aux actionnaires choisissant d'apporter leurs actions aufeminin à l'Offre de bénéficier d'une liquidité pour leurs actions à un prix présentant une prime de 0,2% par rapport au cours moyen de l'action pondéré sur les 6 mois qui précèdent cette date.

Les éléments d'appréciation du Prix de l'Offre sont précisés à la Section 4 "*ÉLÉMENTS D'APPRÉCIATION DU PRIX DE L'OFFRE*" de la présente note d'information conjointe.

Intérêt de l'opération pour l'Initiateur et ses actionnaires

L'Initiateur considère que la radiation des actions aufeminin du marché Euronext permettra à la Société, filiale à plus de 95% de TF1, de se libérer des obligations réglementaires et administratives liées à l'admission aux négociations des actions aufeminin sur le marché Euronext et dès lors, de réduire les coûts qui y sont associés, ce qui bénéficiera de manière indirecte aux actionnaires de l'Initiateur.

1.4. Accords pouvant avoir un effet significatif sur l'appréciation de l'Offre ou son issue

Hormis ce qui a déjà été décrit dans la Section 1 "*PRÉSENTATION DE L'OFFRE*" et dans la Section 2.3.2 "*Accords de liquidité*" ci-dessous, l'Initiateur n'a pas connaissance d'un quelconque accord et n'est pas partie à un quelconque accord en lien avec l'Offre ou qui pourrait potentiellement avoir un impact significatif sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre, autres que ceux auquel il est fait référence ci-dessous.

2. CONDITIONS DE L'OFFRE

2.1. Termes de l'Offre

En application des articles 231-13, 236-3 et 237-1 du règlement général de l'AMF, Rothschild Martin Maurel, agissant en qualité de banque présentatrice pour le compte de l'Initiateur, a déposé auprès de l'AMF le 3 octobre 2018 le projet d'Offre sous la forme d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire visant les actions aufeminin non détenues par TF1. Un avis de dépôt relatif l'Offre a été publié par l'AMF sur son site Internet (www.amf-france.org) le 3 octobre 2018 sous le numéro 218C1618.

Rothschild Martin Maurel garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF. Rothschild Martin Maurel est habilitée à fournir des services de prise ferme en France.

L'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir auprès des actionnaires d'aufeminin les actions de la Société qui seront apportées à l'Offre Publique de Retrait, au prix de 39,47 euros par action, pendant une période de 10 jours de négociation.

Les actions aufeminin visées par l'Offre Publique de Retrait qui n'auront pas été présentées à l'Offre Publique de Retrait seront transférées à l'Initiateur dans le cadre du Retrait Obligatoire, à l'issue de l'Offre Publique de Retrait, moyennant une indemnisation de 39,47 euros par action aufeminin.

Conformément à l'article 231-16 du règlement général de l'AMF, le projet de note d'information conjointe tel que déposé auprès de l'AMF a été mis en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org), de TF1 (www.groupe-tf1.fr) et de la Société (http://corporate.aufeminin.com). En outre, un communiqué de presse relatif aux termes de l'Offre a été diffusé par l'Initiateur et la Société le 3 octobre 2018.

Par décision de conformité en date du 16 octobre 2018, l'AMF a déclaré l'Offre conforme après s'être assurée de la conformité de l'Offre aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables et a apposé le visa n°18-483 en date du 16 octobre 2018 sur la présente note d'information conjointe. L'AMF a publié la déclaration de conformité sur son site Internet (www.amf-france.org).

La présente note d'information conjointe sera tenue gratuitement à la disposition du public, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre, auprès de l'Initiateur, de la Société et de Rothschild Martin Maurel. Ce document sera aussi rendu public sur les sites Internet de TF1 (www.groupe-tf1.fr), de la Société (http://corporate.aufeminin.com) et de l'AMF (www.amf-france.org).

Le document « Autres Informations » relatif notamment aux caractéristiques juridiques, financières et comptables de l'Initiateur sera tenu gratuitement à la disposition du public, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre, auprès de l'Initiateur et de Rothschild Martin Maurel. Ce document sera aussi rendu public sur les sites Internet de TF1 (www.groupe-tf1.fr), et de l'AMF (www.amf-france.org).

Le document « Autres Informations » relatif notamment aux caractéristiques juridiques, financières et comptables de la Société sera tenu gratuitement à la disposition du public, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre, auprès de la Société. Ce document sera aussi rendu public sur les sites Internet de la Société (http://corporate.aufeminin.com) et de l'AMF (www.amf-france.org).

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

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

2.2. Nombre et nature des Titres visés par l'Offre

L'Offre porte sur l'ensemble des valeurs mobilières donnant accès au capital et des droits de vote de la Société, à savoir (i) les 458.428 actions émises à la date de la présente note d'information conjointe (à l'exception des 9.206.457 actions aufeminin détenues par TF1) et (ii) les actions nouvelles de la Société susceptibles d'être émises à raison de l'acquisition définitive d'Actions Gratuites en Période d'Acquisition avant la clôture de l'Offre, soit à la connaissance de l'Initiateur un nombre maximum de 78.000 actions.

En conséquence, l'Offre porte sur un maximum de 536.428 actions de la Société.

À l'exception des Actions Gratuites en Période d'Acquisition, et à la date de la présente note d'information conjointe, il n'existe, à la connaissance de l'Initiateur, 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.

2.3. Situation des titulaires d'Actions Gratuites en Période d'Acquisition et accords de liquidité

2.3.1. Situation des titulaires d'Actions Gratuites en Période d'Acquisition

À la connaissance de l'Initiateur :

- il existait le 30 septembre 2018, un nombre total de 78.000 Actions Gratuites en Période d'Acquisition ;

- il n'existait le 30 septembre 2018, aucune action de la Société attribuée gratuitement et encore en cours de période de conservation.

Sous réserve des cas de levée des indisponibilités prévus par les dispositions législatives ou réglementaires applicables (tels que le décès ou l'invalidité du bénéficiaire), les Actions Gratuites en Période d'Acquisition sont indisponibles et ne pourront pas être apportées à l'Offre.

Dans le cadre de l'OPAS, il a été conclu entre les bénéficiaires des Actions Gratuites en Période d'Acquisition et l'Initiateur des accords de liquidité dans les conditions prévues à la Section 2.3.2 "*Accords de liquidité*" de la présente note d'information conjointe. Il est précisé que ces accords de liquidité ne contiennent aucune clause de complément de prix au bénéfice des bénéficiaires d'Actions Gratuites en Période d'Acquisition.

Le tableau ci-dessous résume les principales caractéristiques des plans d'actions gratuites en vigueur au sein de la Société le 30 septembre 2018 :

Référence du Plan	**Plan T1-17**	**Plan T4-17**
Date d'assemblée	28/06/2016	28/06/2016
Date d'attribution	09/06/2017	13/12/2017
Date d'acquisition	31/12/2018	31/03/2020
Date de disponibilité	08/06/2019	31/03/2020 (absence de période de conservation)
Total des actions gratuites en période d'acquisition	30.000	48.000[2]
Total des actions gratuites en période de conservation	0	-

2.3.2. Accords de liquidité

En considération de l'impossibilité (sous réserve des cas de levée des indisponibilités prévus par les dispositions législatives ou réglementaires applicables) pour les bénéficiaires d'apporter à l'OPAS les Actions Gratuites en Période d'Acquisition, il a été conclu le 24 mai 2018, dans le cadre de l'OPAS, des contrats de liquidité portant sur les Actions Gratuites en Période d'Acquisition et sur les Actions Gratuites en Période de Conservation non disponibles à la clôture de l'OPAS entre les titulaires des Actions Gratuites en Période d'Acquisition, les titulaires des Actions Gratuites en Période de Conservation et l'Initiateur.

Ces contrats de liquidité comportent une promesse d'achat consentie par l'Initiateur au bénéfice des titulaires d'Actions Gratuites en Période d'Acquisition et des titulaires d'Actions Gratuites en Période de Conservation concernés, exerçable à compter de la date à laquelle la période d'indisponibilité aura expiré, suivie d'une promesse de vente consentie par les titulaires d'Actions Gratuites en Période d'Acquisition et les titulaires d'Actions Gratuites en Période de Conservation concernés au bénéfice de l'Initiateur, exerçable à compter de la fin de la période d'exercice de la promesse d'achat.

[2] 57.000 actions gratuites ont initialement été attribuées par le conseil d'administration de la Société le 13 décembre 2017. Entre cette date et la date de la présente note d'information conjointe, 9.000 actions gratuites sont devenues caduques à la suite du départ des bénéficiaires concernés.

Le prix d'exercice par action des promesses est calculé sur la base d'une formule aboutissant à la date du présent document au Prix de l'Offre et ne pouvant en toute hypothèse aboutir à un prix supérieur au Prix de l'Offre.

Il est précisé que tous les titulaires d'Actions Gratuites en Période de Conservation ont exercé la promesse d'achat dont ils bénéficiaient et qu'il n'y a donc plus à la date du présent document d'Actions Gratuites en Période de Conservation en circulation.

2.4. Procédure d'apport à l'Offre Publique de Retrait

Les actions apportées à l'Offre Publique de Retrait devront être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement, ou toute autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit restreignant le libre transfert de leur propriété. L'Initiateur se réserve le droit d'écarter toutes les actions apportées qui ne répondraient pas à cette condition.

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

Képler Chevreux, prestataire de services d'investissement habilité en tant que membre du marché, se portera acquéreur, pour le compte de l'Initiateur, des actions qui seront apportées à l'Offre Publique de Retrait, conformément à la règlementation applicable en vigueur. Les actionnaires de la Société qui souhaiteraient apporter leurs actions à l'Offre Publique de Retrait pourront céder leurs actions sur le marché. Le règlement-livraison des actions cédées (y compris le paiement du prix) interviendra le deuxième jour de négociation suivant celui d'exécution des ordres, et les frais de négociation (y compris les frais de courtage et de TVA correspondants) afférents à ces opérations resteront en totalité à la charge des actionnaires apportant leurs actions à l'Offre Publique de Retrait, étant précisé que :

- Les actionnaires dont les actions sont inscrites auprès d'un intermédiaire financier (banque, établissement de crédit, entreprise d'investissement, etc.) et qui souhaiteraient apporter leurs actions à l'Offre Publique de Retrait devront remettre à leur intermédiaire financier un ordre de vente irrévocable au plus tard à la date (incluse) de clôture de l'Offre Publique de Retrait, en utilisant le modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire financier.
- Les actions détenues sous la forme nominative devront être converties au porteur pour être apportées à l'Offre Publique de Retrait. En conséquence, les titulaires d'actions détenues sous la forme nominative et souhaitant apporter leurs actions à l'Offre Publique de Retrait devront demander la conversion de celles-ci sous la forme au porteur chez un intermédiaire habilité dans les plus brefs délais. Il est précisé que la conversion au porteur d'actions inscrites au nominatif entraînera la perte pour ces actionnaires des avantages liés à la détention de ces actions sous la forme nominative.

Aucune commission ne sera versée par l'Initiateur aux intermédiaires financiers par le biais desquels les actionnaires apporteront leurs actions à l'Offre Publique de Retrait.

2.5. Retrait Obligatoire et radiation d'Euronext Paris

Conformément aux dispositions des articles 237-1 et 237-10 du règlement général de l'AMF, à l'issue de l'Offre Publique de Retrait, les actions aufeminin qui n'auront pas été présentées à l'Offre Publique de Retrait seront transférées à l'Initiateur (quel que soit le pays de résidence du porteur desdites actions) moyennant une indemnisation de 39,47 euros par action aufeminin.

Un avis informant le public du Retrait Obligatoire sera publié par l'Initiateur dans un journal d'annonces légales du lieu du siège social de la Société en application de l'article 237-3 du règlement général de l'AMF.

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

Conformément à l'article 237-6 du règlement général de l'AMF, les fonds non affectés correspondant à l'indemnisation des actions aufeminin dont les ayants droit sont restés inconnus seront conservés par Rothschild Martin Maurel pendant une durée de dix ans à compter de la date du Retrait Obligatoire et versés à la Caisse des dépôts et consignations à l'expiration de ce délai. Ces fonds seront à la disposition des ayants droit sous réserve de la prescription trentenaire au bénéfice de l'État.

2.6. Droit applicable

La présente Offre et tous les contrats y afférents sont soumis au droit français. Tout différend ou litige, quel qu'en soit l'objet ou le fondement, se rattachant à la présente Offre, sera porté devant les tribunaux compétents.

2.7. Calendrier indicatif de l'Offre

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

À titre purement indicatif, un calendrier de l'Offre figure ci-après :

3 octobre 2018	Dépôt du projet d'Offre et du projet de note d'information conjointe auprès de l'AMF
16 octobre 2018	Déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF
17 octobre 2018	Dépôt des autres informations de l'Initiateur et des autres informations de la Société
18 octobre 2018	Mise à disposition du public de la note d'information conjointe visée par l'AMF
18 octobre 2018	Mise à disposition du public des autres informations de l'Initiateur et des autres informations de la Société
18 octobre 2018	Diffusion d'un communiqué conjoint par l'Initiateur et par la Société
19 octobre 2018	Ouverture de l'Offre
1er novembre 2018	Clôture de l'Offre
2 novembre 2018	Publication de l'avis de résultat de l'Offre Publique de Retrait et de mise en œuvre du Retrait Obligatoire
2 novembre 2018	- Mise en œuvre du Retrait Obligatoire ; et - Radiation des actions aufeminin d'Euronext Paris

2.8. Financement et frais de l'Offre

2.8.1. Frais liés à l'Offre

Les frais engagés par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre (incluant en particulier les frais liés aux conseils financiers, juridiques et comptables, prestataires de services et de tout autre expert ou consultant ainsi que les coûts de publicité et de communication) sont estimés à 50.000 euros environ (hors taxes).

2.8.2. Modalités de financement de l'Offre

Dans l'hypothèse où la totalité des actions aufeminin pouvant être apportées à l'Offre et non détenues par l'Initiateur à la date de la présente note d'information conjointe seraient apportées à l'Offre, le montant total devant être payé par l'Initiateur s'élèverait à un montant maximum de 21.172.813,16 euros.

Le financement des sommes dues par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre sera réalisé au moyen de la trésorerie et des autres disponibilités de l'Initiateur.

2.9. Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

L'Offre est faite exclusivement en France.

La présente note d'information conjointe n'est pas destinée à être distribué dans des pays autres que la France. L'Offre n'est pas ouverte et n'a pas été soumise au contrôle ou à l'autorisation d'une quelconque autorité réglementaire autre que l'AMF et aucune démarche ne sera effectuée en ce sens.

Les actionnaires d'aufeminin en dehors de France ne peuvent participer à l'Offre, à moins que la loi et la réglementation qui leur sont applicables ne le leur permettent sans qu'aucune autre formalité ou publicité ne soit requise de la part de l'Initiateur. En effet, la participation à l'Offre et la distribution de la présente note d'information conjointe peuvent faire l'objet de restrictions en dehors de France. L'Offre ne s'adresse pas aux personnes faisant l'objet de telles restrictions, directement ou indirectement, et n'est pas susceptible d'acceptation s'agissant d'ordres émanant de pays au sein desquels l'Offre fait l'objet de restrictions. Les personnes en possession de la présente note d'information conjointe doivent se conformer aux restrictions en vigueur au sein de leur pays. Le non-respect de ces restrictions peut constituer une violation des lois et règlements applicables aux places de marché des pays en question.

L'Initiateur rejette toute responsabilité en cas de la violation par toute personne de restrictions qui lui sont applicables.

La présente note d'information conjointe ainsi que tous les autres documents relatifs à l'Offre ne constituent ni une offre de vente, ni une sollicitation, ni une offre d'achat de titres dans un pays au sein duquel l'Offre serait illégale. L'Offre n'a fait l'objet d'aucune formalité, enregistrement ou visa en dehors de France.

La présente note d'information conjointe ne constitue pas une extension de l'Offre aux États-Unis et l'Offre n'est pas proposée, directement ou indirectement, aux États-Unis, aux personnes résidant aux États-Unis, par les moyens des services postaux ou par tout moyen de communication ou de commerce (incluant de manière non limitative la transmission par fax, téléphone et par courrier électronique) aux États-Unis, ou par l'intermédiaire des services d'une bourse de valeurs des États-Unis. En conséquence, aucun exemplaire de la présente note d'information conjointe, aucun autre document lié à la présente note d'information conjointe ni aucun document relatif à l'Offre ne peut être envoyé par la poste, communiqué ou publié par un intermédiaire ou n'importe quelle autre personne aux États-Unis sous quelque forme que ce soit. Aucun actionnaire de la Société ne peut apporter ses actions à l'Offre, s'il n'est pas en mesure de déclarer : (i) qu'il n'a pas reçu aux États-Unis une copie de la présente note d'information conjointe, ou de quelque autre document lié à l'Offre, et qu'il n'a pas envoyé de tels documents vers les États-Unis, (ii) qu'il n'a pas utilisé, directement ou indirectement les services postaux, les moyens de télécommunication ou d'autres instruments de commerce ou encore les services d'une bourse de valeurs aux États-Unis en lien avec l'Offre, (iii) qu'il n'était pas aux États-Unis lorsqu'il a accepté les termes de l'Offre ou communiqué l'ordre de transfert de ses actions et (iv) qu'il n'est ni mandataire ni représentant agissant pour le compte d'une autre personne qui lui aurait communiqué des instructions depuis les États-Unis. Les intermédiaires habilités n'auront pas le droit d'accepter d'ordre de transfert d'actions qui

ne respecteraient pas les dispositions précitées (à moins d'une autorisation ou d'un ordre contraire de la part de l'Initiateur, ou fait en son nom, et laissé à sa discrétion). En ce qui concerne l'interprétation du paragraphe ci-dessus, les États-Unis correspondent aux États-Unis d'Amérique, ses territoires et possessions, tous ses États, ainsi que le district de Columbia.

2.10. Traitement fiscal de l'Offre

En l'état actuel de la législation française et de la réglementation en vigueur, les descriptions suivantes résument les conséquences fiscales susceptibles de s'appliquer aux actionnaires qui participeront à l'Offre.

L'attention de ceux-ci est néanmoins attirée sur le fait que ces informations ne constituent qu'un simple résumé, donné à titre d'information générale, du régime fiscal applicable en vertu de la législation en vigueur.

Les règles dont il est fait mention ci-après sont susceptibles d'être affectées par d'éventuelles modifications législatives et réglementaires qui pourraient avoir des effets rétroactifs ou s'appliquer à l'année ou à l'exercice en cours, ainsi que par d'éventuelles modifications de leur interprétation par l'administration fiscale française.

Les informations fiscales ci-dessous ne constituent pas une description exhaustive de l'ensemble des effets fiscaux susceptibles de s'appliquer aux actionnaires qui participeront à l'Offre. Ceux-ci sont invités à s'informer, auprès de leur conseiller fiscal habituel, du régime fiscal applicable à leur situation particulière.

Les personnes n'ayant pas leur résidence fiscale en France doivent, en outre, se conformer à la législation fiscale en vigueur dans leur État de résidence et, le cas échéant, aux dispositions de la convention fiscale signée entre la France et leur État de résidence.

2.10.1. Actionnaires personnes physiques résidents fiscaux de France, agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et ne réalisant pas des opérations de bourse à titre habituel

Les personnes physiques qui réaliseraient des opérations de bourse dans des conditions analogues à celles qui caractérisent une activité exercée par une personne se livrant à titre professionnel à ce type d'opérations sont invitées à s'assurer, auprès de leur conseiller fiscal habituel, de la fiscalité s'appliquant à leur cas particulier.

a) Régime de droit commun

Impôt sur le revenu des personnes physiques

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

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

a) 50% de leur montant lorsque les actions sont détenues depuis au moins deux ans et moins de huit ans, à la date de la cession ;

b) 65% de leur montant lorsque les actions sont détenues depuis au moins huit ans, à la date de la cession.

Sauf exceptions, la durée de détention est décomptée à partir de la date de souscription ou d'acquisition des actions cédées. En tout état de cause, les plus-values de cession de titres acquis ou souscrits à compter du 1er janvier 2018 sont exclues du champ d'application des abattements. Un abattement renforcé prévu à l'article 150-0 D 1 quater A du CGI peut également s'appliquer sous réserve de la réunion de plusieurs conditions. Nous invitons les personnes physiques à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel afin de déterminer si cet abattement leur est applicable. En cas d'option pour le barème progressif, celle-ci est globale et porte sur l'ensemble des revenus, gains nets, profits et créances entrant dans le champ d'application du PFU. Elle est exercée chaque année lors du dépôt de la déclaration de revenus et au plus tard avant la date limite de déclaration.

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

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

Prélèvements sociaux

Les gains nets de cession d'actions sont également soumis (avant application de l'abattement pour durée de détention décrit ci-dessus en cas d'option pour l'application du barème progressif) aux prélèvements sociaux au taux global de 17,2% répartis comme suit :

- la contribution sociale généralisée (« **CSG** »), au taux de 9,9% ;
- la contribution pour le remboursement de la dette sociale (« **CRDS** »), au taux de 0,5% ;
- le prélèvement social, au taux de 4,5% ;
- la contribution additionnelle au prélèvement social, au taux de 0,3% ; et
- le prélèvement de solidarité, au taux de 2%.

Ces prélèvements sociaux ne sont pas déductibles du revenu imposable soumis au PFU. En revanche, pour les gains nets de cession d'actions soumis sur option au barème progressif de l'impôt y compris en cas d'application de l'abattement pour durée de détention de droit commun, la CSG est déductible à hauteur de 6,8% du revenu global imposable de l'année de son paiement. En revanche, en cas d'application de l'abattement pour durée de détention renforcé, la part déductible de la CSG de 6,8% est réduite à la proportion du gain net de cession effectivement imposée à l'impôt sur le revenu. Dans le cadre de la mise en place du prélèvement à la source, les modalités de mise en œuvre de cette déduction pourraient faire l'objet de modifications.

Contributions exceptionnelles sur les hauts revenus

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

Cette contribution est calculée en appliquant un taux de :

- 3% à la fraction du revenu fiscal de référence comprise entre 250.001 euros et 500.000 euros pour les contribuables célibataires, veufs, séparés ou divorcés et à la fraction de revenu fiscal de référence comprise entre 500.001 euros et 1.000.000 d'euros pour les contribuables soumis à imposition commune ;
- 4% à la fraction du revenu fiscal de référence supérieure à 500.000 euros pour les contribuables célibataires, veufs, séparés ou divorcés et à la fraction de revenu fiscal de référence supérieure à 1.000.000 d'euros pour les contribuables soumis à imposition commune.

Le revenu fiscal de référence du foyer fiscal auquel il est fait mention ci-dessus est défini conformément aux dispositions du 1° du IV de l'article 1417 du CGI, après application éventuelle des règles de quotient définies à l'article 163-0 A du CGI. Le revenu de référence visé comprend notamment les gains nets de cession des actions réalisés par les contribuables concernés (avant application de l'abattement pour une durée de détention en cas d'option pour le barème progressif).

b) Régime spécifique des actions nominatives détenues dans le cadre d'un plan d'épargne en actions (« PEA »)

Les personnes qui détiennent des actions de la Société dans le cadre d'un PEA pourront participer à l'Offre.

Le PEA ouvre droit, sous certaines conditions, (i) pendant la durée du PEA, à une exonération d'impôt sur le revenu et de prélèvements sociaux à raison des produits et des plus-values générés par les placements effectués dans le cadre du PEA, sous réserve que ces produits et plus-values demeurent investis dans le PEA et (ii) au moment de la clôture du PEA (si elle intervient plus de cinq ans après la date d'ouverture du PEA, y compris du fait d'un retrait partiel intervenant après cinq ans et avant huit ans) ou lors d'un retrait partiel des fonds du PEA (si un tel retrait intervient plus de huit ans après la date d'ouverture du PEA), à une exonération d'impôt sur le revenu à raison du gain net réalisé depuis l'ouverture du plan, ledit gain net demeurant cependant soumis aux prélèvements sociaux décrits ci-avant, à un taux global susceptible de varier selon la date à laquelle ce gain a été acquis ou constaté.

Des dispositions particulières, non décrites dans le cadre de la présente note d'information conjointe, sont applicables en cas de réalisation de moins-values, de clôture du plan avant l'expiration de la cinquième année qui suit l'ouverture du PEA, ou en cas de sortie du PEA sous forme de rente viagère. Les personnes concernées sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel.

2.10.2. Actionnaires personnes morales résidents fiscaux de France et soumis à l'impôt sur les sociétés dans les conditions de droit commun

Les actionnaires personnes morales visés sont les sociétés françaises soumises à l'impôt sur les sociétés en France et les personnes morales de droit étranger soumises à l'impôt sur les sociétés en France et dont les actions de la Société sont inscrites à l'actif du bilan fiscal d'un établissement stable en France.

Les plus-values réalisées à l'occasion de la cession des actions dans le cadre de l'Offre sont comprises dans le résultat soumis à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun (actuellement 33,1/3% ou 28%, voir ci-après). S'y ajoutent le cas échéant, (i) la contribution sociale de 3,3% (article 235 ter ZC du CGI), assise sur le montant de l'impôt sur les sociétés diminué d'un abattement de 763.000 euros par période de douze mois, (ii) pour les sociétés (x) ayant un chiffre d'affaires supérieur à 1.000.000.000 euros, et (y) clôturant leur exercice au 30 décembre 2018 au plus tard, une contribution exceptionnelle

qui serait égale, au maximum, à 15% de l'impôt sur les sociétés, et (iii) pour les sociétés (x) ayant un chiffre d'affaires supérieur à 3.000.000.000 euros, et (y) clôturant leur exercice au 30 décembre 2018 au plus tard, une contribution additionnelle à la contribution exceptionnelle qui serait égale, au maximum à 15% de l'impôt sur les sociétés. La contribution exceptionnelle et la contribution additionnelle à la contribution exceptionnelle ayant la même assiette imposable, les entreprises ayant un chiffre d'affaires supérieur à 3.000.000.000 euros et clôturant leur exercice au 30 décembre 2018 au plus tard seraient en pratique assujetties à une imposition supplémentaire représentant 30% de leur impôt sur les sociétés. Pour ces dernières, le taux effectif d'impôt sur les sociétés s'élèverait ainsi à 44.43%.

Les moins-values réalisées lors de la cession des actions de la Société dans le cadre de l'Offre viendront en déduction des résultats imposables à l'impôt sur les sociétés de la personne morale.

Il est en outre précisé que l'apport des actions à l'Offre est susceptible d'avoir pour effet de mettre fin à un éventuel report ou sursis d'imposition dont auraient pu bénéficier les actionnaires personnes morales dans le cadre d'opérations antérieures.

Cependant, les sociétés dont le chiffre d'affaires (hors taxes) est inférieur à 7.630.000 euros, et dont le capital social, entièrement libéré, a été détenu de façon continue à hauteur d'au moins 75% pendant l'exercice fiscal en question par des personnes physiques ou par des sociétés remplissant elles-mêmes ces conditions, bénéficient d'un taux réduit d'impôt sur les sociétés de 15%, dans la limite d'un bénéfice imposable de 38.120 euros pour une période de douze mois. Ces sociétés sont également exonérées de la contribution additionnelle de 3,3%.

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

La loi de finances pour 2018 prévoit que pour les exercices ouverts à compter du 1er janvier 2018, le taux de l'impôt sur les sociétés est de 28% pour toutes les entreprises, à hauteur de la fraction des bénéfices n'excédant pas 500.000 euros (les entreprises visées au paragraphe précédent continuant de bénéficier du taux de 15% dans la limite d'un bénéfice imposable de 38.120 euros par période de 12 mois).

Les contribuables sont invités à se rapprocher de leur conseiller fiscal pour déterminer le taux qui leur est applicable.

Les développements ci-dessus ne concernent pas les personnes morales pour lesquelles les actions de la Société revêtent le caractère de titres de participation (ou de titres assimilés inscrits à un sous compte spécial « titres relevant du régime des plus-values à long terme ») satisfaisant à toutes les autres conditions pour bénéficier du régime des plus-values ou moins-values sur cession de titres de participation de l'article 219 I. a. quinquies du CGI. Ces personnes sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel afin de déterminer le régime fiscal applicable à leur situation particulière.

2.10.3. Actionnaires non-résidents fiscaux de France

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

2.10.4. Actionnaires soumis à un régime d'imposition différent

Les porteurs d'actions soumis à un régime d'imposition autre que ceux visés ci-dessus et qui participent à l'Offre, notamment les contribuables dont les opérations portant sur des valeurs mobilières dépassant la simple gestion de portefeuille et qui ont inscrit leurs actions à l'actif de leur bilan commercial ou les personnes morales soumises à l'impôt sur les sociétés pour lesquelles les actions revêtent la nature de titres de participation ou titres assimilés, devront s'informer auprès de leur conseiller fiscal habituel du régime fiscal applicable à leur cas particulier. Il en va de même pour les titulaires d'Actions Gratuites en Période d'Acquisition et pour les titulaires d'actions aufeminin détenues dans le cadre d'un plan d'épargne entreprise.

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

La Société n'étant pas une société dont le siège social est situé en France et dont la capitalisation boursière excédait un milliard d'euros au 1er décembre 2017, l'acquisition par l'Initiateur des actions de la Société ne sera pas soumise à la taxe sur les transactions financières prévue à l'article 235 ter ZD du CGI ; les actionnaires de la Société ne seront donc pas soumis à cette taxe à raison de la cession de leurs actions de la Société dans le cadre de l'Offre.

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

3. INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE

3.1.1. Structure du capital social

Le capital social de la Société s'élève à 1.932.977 euros et est divisé en 9.664.885 actions ordinaires de 0,20 euro de valeur nominale chacune.

A la connaissance de la Société, selon les dernières informations disponibles à la date de la présente note d'information conjointe, le capital et les droits de vote de la Société se répartissent comme suit :

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% des droits de vote*
TF1	9.206.457	95,26	9.206.457	95,22
Autres actions au nominatif	22.960	0,24	26.301	0,27
Auto-détention	-	-	-	-
Public	435.468	4,50	435.468	4,51
Total	9.664.885	100	9.668.226	100

*

**Conformément à l'article 231-1 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont rattachés des droits de vote, en ce comprises les actions dépourvues de droits de vote.*

À la date de la présente note d'information conjointe, à l'exception des Actions Gratuites en Période d'Acquisition, il n'existe aucun titre de capital ou instrument financier donnant ou pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société.

3.1.2. Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et au transfert d'actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L.233-11 du code de commerce

Il n'existe aucune restriction statutaire à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions aufeminin.

À la date de la présente note d'information conjointe, aucune clause n'a été portée à la connaissance de la Société en application de l'article L.233-11 du code de commerce.

3.1.3. Participations directes et indirectes au capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissements de seuils ou d'une déclaration d'opération sur titres en application des articles L. 233-7 et L. 233-12 du code de commerce

À l'issue de l'acquisition en date du 7 septembre 2018, TF1 a déclaré, par courrier en date du 7 septembre 2018 adressé à l'AMF et à la Société, avoir franchi à la hausse les seuils de 95% du capital et des droits de vote de la Société. Cette déclaration a donné lieu à un avis publié par l'AMF le 10 septembre 2018 sous le numéro 218C1530.

À la date de la présente note d'information conjointe, TF1 détient 9.206.457 actions et droits de vote de la Société, représentant 95,26% du capital et 95,22% des droits de vote de la Société.

3.1.4. Liste des détenteurs d'actions aufeminin comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci

L'article 2.5.1 des statuts de la Société stipule qu'un droit de vote double est attribué à toutes les actions aufeminin entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative depuis quatre ans au moins au nom du même actionnaire.

Cet article précise qu'en cas d'augmentation du capital par incorporation de réserves, bénéfices ou prime d'émission, ce droit de vote double bénéficiera aux actions aufeminin nouvelles attribuées à un actionnaire à raison d'actions aufeminin anciennes pour lesquelles il bénéficie de ce droit de vote double.

Le droit de vote double cessera de plein droit pour toute action aufeminin convertie au porteur ou transférée en propriété, sauf en cas de transfert par suite de succession, de liquidation de communauté de biens entre époux ou de donation entre vifs, au profit d'un conjoint ou d'un parent successible.

3.1.5. Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

Néant.

3.1.6. Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions aufeminin et à l'exercice des droits de vote

À l'exception des accords de liquidité décrits au paragraphe 2.3.2 ci-dessus, la Société n'a connaissance à la date du présent document d'aucun accord en vigueur à la date du présent document pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions aufeminin et à l'exercice des droits de vote de la Société.

3.1.7. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts d'aufeminin

3.1.7.1 Nomination et remplacement des membres du conseil d'administration

Aux termes des stipulations de l'article 3.1.3 des statuts, le conseil d'administration est composé de trois membres au moins et de dix-huit membres au plus.

Les administrateurs sont nommés, renouvelés ou révoqués dans les conditions prévues par les dispositions législatives et réglementaires en vigueur. La durée de leurs fonctions est de six années, l'année étant la période qui sépare deux assemblées générales ordinaires statuant sur les comptes annuels de la Société. Le mandat d'un administrateur prend fin à l'issue de l'assemblée générale ordinaire durant laquelle est prise la décision collective

mentionnée ci-dessus, tenue dans l'année au cours de laquelle expire le mandat dudit administrateur.

Le nombre des administrateurs qui sont âgés de plus de 70 ans ne peut excéder le tiers des administrateurs en fonction. Lorsque cette limite vient à être dépassée en cours de mandat, l'administrateur le plus âgé est d'office réputé démissionnaire à l'issue de l'assemblée générale des actionnaires la plus proche.

Le conseil d'administration élit parmi ses membres un président qui doit être une personne physique. Il détermine la durée de ses fonctions, qui ne peut excéder celle de son mandat d'administrateur, et peut le révoquer à tout moment. Le mandat du président est renouvelable sans limitation. Cependant, le président ne peut être âgé de plus de 65 ans. Si le président atteint cette limite d'âge au cours de son mandat, il est réputé démissionnaire d'office. Son mandat se prolonge cependant jusqu'à la séance la plus prochaine du conseil d'administration au cours de laquelle son successeur sera nommé.

3.1.7.2 Modification des statuts d'aufeminin

L'assemblée générale extraordinaire est seule habilitée pour modifier les statuts de la Société, dans le respect des dispositions législatives et règlementaires.

Par dérogation aux dispositions ci-dessus, en cas d'augmentation de capital, les modifications nécessaires aux clauses des statuts relatives au montant du capital social et au nombre d'actions qui les représentent, dans la mesure où ces modifications correspondent matériellement aux résultats effectifs de l'opération, sont apportées par le conseil d'administration dans les cas prévus par la loi et/ou lorsque le conseil d'administration agit sur délégation de l'assemblée générale.

En outre, le siège social peut être transféré en tout autre lieu du même département ou de l'un des départements limitrophes, par décision du conseil d'administration, sous réserve de l'approbation de cette décision par la prochaine assemblée générale ordinaire des actionnaires, sous réserve des dispositions légales en vigueur.

3.1.8. Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier concernant l'émission ou le rachat d'actions

Le conseil d'administration détermine les orientations 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.

Outre les pouvoirs légaux qui lui sont conférés par la loi et les statuts, le conseil d'administration bénéficie des autorisations et délégations listées ci-dessous.

Nature de l'autorisation ou délégation accordée	Date de l'assemblée générale et résolution concernée	Montant nominal maximal ou pourcentage du capital social ou nombre d'actions autorisé	Durée	Utilisation
Autorisation donnée au conseil d'administration en vue de l'achat par la Société de ses propres actions	11 juin 2018 (13ème résolution)	10 % du capital social	18 mois	Aucune
Autorisation donnée au conseil d'administration en vue de réduire le capital social par annulation d'actions précédemment rachetées	11 juin 2018 (19ème résolution)	10 % du capital social	26 mois	Aucune
Délégation de compétence donnée au conseil d'administration pour augmenter le capital social par émission de titres de capital ou d'autres valeurs mobilières donnant accès au capital et pour émettre des valeurs mobilières donnant droit à l'attribution de titres de créance, avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires	11 juin 2018 (20ème résolution)	600.000 euros	26 mois	Aucune
Délégation de compétence donnée au conseil d'administration pour augmenter le capital social par émission de titres de capital ou d'autres valeurs mobilières donnant accès au capital et pour émettre des valeurs mobilières donnant droit à l'attribution de titres de créance, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires et par voie d'offre au public	11 juin 2018 (21ème résolution)	600.000 euros	26 mois	Aucune
Délégation de compétence donnée au conseil d'administration pour augmenter le capital social par émission de titres de capital ou d'autres valeurs mobilières donnant accès au capital et pour émettre des valeurs mobilières donnant droit à l'attribution de titres de créance, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires et par voie de placement privé	11 juin 2018 (22ème résolution)	20 % du capital social par an	26 mois	Aucune
Délégation de compétence à donner au conseil d'administration à l'effet d'augmenter le nombre de titres à émettre en cas d'augmentation de capital, avec maintien ou suppression du droit préférentiel de souscription, dans la limite de 15 % de l'émission initiale réalisée en application des vingtième aux vingt-deuxième résolutions de l'assemblée générale du 11 juin 2018	11 juin 2018 (23ème résolution)	600.000 euros	26 mois	Aucune
Délégation de pouvoirs à donner au conseil	11 juin 2018	600.000 euros	26 mois	Aucune

d'administration en vue d'émettre des actions ordinaires et/ou des valeurs mobilières donnant accès immédiatement ou à terme au capital avec suppression du droit préférentiel de souscription, en vue de rémunérer des apports en nature de titres de capital ou de valeurs mobilières donnant accès au capital consentis à la Société	(24ème résolution)			
Autorisation à donner au conseil d'administration pour fixer le prix d'émission de titres de capital dans le cadre d'augmentations de capital par émission sans droit préférentiel de souscription par offre au public ou placement privé, dans la limite de 10 % du capital par an	11 juin 2018 (25ème résolution)	10% du capital social ou 600.000 euros	26 mois	Aucune
Délégation de compétence donnée au conseil d'administration pour augmenter le capital social par incorporation de réserves, bénéfices, primes ou autres sommes dont la capitalisation serait admise	11 juin 2018 (26ème résolution)	600.000 euros	26 mois	Aucune
Autorisation à donner au conseil d'administration de procéder à des attributions gratuites d'actions existantes ou à émettre dans la limite de 150.000 actions dont un maximum de 100.000 actions pour les mandataires sociaux de la Société ; renonciation de plein droit des actionnaires à leur droit préférentiel de souscription	11 juin 2018 (27ème résolution)	150.000 actions (dont un maximum de 100.000 actions pour les mandataires sociaux)	38 mois	Aucune
Délégation de compétence donnée au conseil d'administration pour augmenter le capital social de la Société au profit des adhérents à un plan d'épargne d'entreprise, avec suppression à leur profit du droit préférentiel de souscription des actionnaires	11 juin 2018 (28ème résolution)	100.000 euros	26 mois	Aucune
Délégation de compétence au conseil d'administration en vue d'attribuer des options d'achat et/ou options de souscriptions d'actions	27 juin 2017 (11ème résolution)	60.000 euros	38 mois	Aucune
Autorisation à donner au conseil d'administration pour augmenter le capital, dans la limite de 10%, en vue de rémunérer des apports en nature	27 juin 2017 (10ème résolution)	10 % du capital social	26 mois	Aucune

3.1.9. Accords conclus par la Société étant modifiés ou prenant fin en cas de changement de contrôle d'auféminin

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

Il n'existe aucun accord significatif conclu par la Société qui soit modifié ou prenne fin en cas de changement de contrôle de la Société.

3.1.10. 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 ou d'échange

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

4. ÉLÉMENTS D'APPRÉCIATION DU PRIX DE L'OFFRE

4.1. Méthodologie

Le prix offert par l'Initiateur est de 39,47 euros en numéraire par action aufeminin.

Les éléments d'appréciation du prix de l'Offre figurant ci-dessous ont été préparés par Rothschild Martin Maurel, pour le compte de l'Initiateur. Ces éléments ont été établis sur la base des méthodes usuelles d'évaluation fondées sur les informations publiques disponibles et informations écrites ou orales communiquées par la Société ou au nom de celle-ci. Ces informations n'ont fait l'objet d'aucune vérification indépendante de la part de Rothschild Martin Maurel.

Les informations, données chiffrées et analyses figurant dans la note d'information conjointe autres que les données historiques reflètent des informations prospectives, des anticipations et des hypothèses impliquant des risques, des incertitudes et d'autres facteurs, à propos desquels il ne peut être donné aucune garantie et qui peuvent conduire à ce que les faits réels ou les résultats diffèrent significativement de ce qui figure dans la note d'information conjointe.

4.1.1. Sources d'information

Les analyses ci-après s'appuient sur les sources d'information suivantes :

- Rapports financiers et documents de référence publiés par aufeminin pour l'exercice clos respectivement au 31 décembre 2015, au 31 décembre 2016, au 31 décembre 2017 et les comptes consolidés au 30 juin 2018;
- Les présentations et communiqués de presse disponibles sur le site internet d'aufeminin ;
- Pour les projections d'aufeminin : le plan d'affaires tel que communiqué par aufeminin, présenté et approuvé au conseil d'administration d'aufeminin le 4 mai 2018 ;
- Pour les données boursières et les projections financières des sociétés comparables : Bloomberg et Factset ; et

– Pour les analyses de transactions comparables : informations financières publiques disponibles.

4.1.2. Valeur d'entreprise et ajustement de valeur des capitaux propres

Les ajustements présentés ci-dessous (les « **Ajustements de Valeur** ») ont été établis sur la base des comptes annuels consolidés de la Société ainsi que des informations fournies par la Société ou estimées par Rothschild Martin Maurel.

En K€		Commentaires
Dette financière	149	
Trésorerie et équivalent	(53 669)	
Dette nette au 30/06/2018	**(53 520)**	*Valeur Comptable - 30/06/2018*
Provisions pour risques et charges	543	*Valeur comptable, post impôt normatif de 33,3% - 30/06/2018*
Participations dans les Sociétés Mises en Equivalence	(157)	*Valeur comptable - 30/06/2018*
Augmentation de capital liée à l'exercise des SO levés en juin 2018	(5 369)	*Paiement reçu en juillet 2018*
Deposit Adyen pour d'éventuels impayés	(1 520)	*Paiement reçu en juillet 2018*
Intérêts minoritaires	1 241	*Prix d'acquisition pour le rachat des parts minoritaires dans My Little Paris*
Ajustements de Valeur	**(58 782)**	

Source: Société

4.1.3. Nombre d'actions retenu

Au 30 septembre 2018, le capital d'aufeminin était composé de 9.664.885 actions dont 78.000 actions auto-détenues.

Le nombre total d'actions retenu correspond au nombre total d'actions émises, tel que communiqué par aufeminin, augmenté des actions susceptibles d'être émises par l'émission liée aux plans d'actions gratuites attribuées et restant à exercer.

En actions		Commentaires
Nombre d'actions émises	9 664 885	*Au 30/09/2018*
Nombre d'actions d'auto-contrôle	-	*Au 30/09/2018*
Plans d'actions gratuites	78 000	*Au 30/09/2018*
Nombre d'actions diluées	**9 742 885**	

Source: Société

4.1.4. Méthodes d'évaluation retenues à titre principal

Les méthodes suivantes ont été retenues dans le cadre de l'analyse du prix de l'Offre :

– Référence à la valeur extériorisée lors de l'Acquisition du Bloc, de l'OPAS et aux acquisitions d'actions intervenues postérieurement à l'OPAS ;

– Cours de bourse de la Société ;

– Multiples boursiers des sociétés comparables ;

– Référence aux transactions comparables ; et

– Actualisation des flux nets de trésorerie disponibles futurs (« DCF »).

4.1.5. Méthodes d'évaluation écartées

Actif net comptable (« **ANC** ») et actif net réévalué (« **ANR** »)

Ces méthodes patrimoniales consistent à valoriser une société sur la base de la valeur comptable de ses actifs ou sur la base d'une valeur comptable corrigée de plus ou moins-value latentes non reflétées par le bilan.

Ces méthodes ne sont pas pertinentes pour valoriser une société de média digital dont il est envisagé de poursuivre l'exploitation. C'est pourquoi les mesures de l'ANC et de l'ANR apparaissent d'une pertinence limitée pour l'appréciation de la valeur d'aufeminin dans le cadre de la présente Offre.

A titre d'information, la valeur comptable des capitaux propres consolidés de la Société s'élevait à 144 millions d'euros au 30 juin 2018 soit 14,86 euros par action.

Actualisation des flux de dividendes futurs

Cette méthode d'évaluation consiste à actualiser les dividendes prévisionnels versés aux actionnaires pour évaluer les capitaux propres d'une société.

Toutefois, cette méthode reste fondamentalement liée au taux de distribution qui est proposé aux actionnaires par le conseil d'administration. Dès lors, ce taux fixé par la société n'est pas nécessairement corrélé aux résultats financiers et à la capacité de génération de trésorerie de la société. Cette méthode n'a donc pas été jugée pertinente.

Objectif de cours de bourse des analystes financiers

Les analystes financiers publient un objectif de cours estimant la valeur intrinsèque des sociétés suivies. La Société n'est, à notre connaissance, pas suivie par les analystes[3] et cette méthode de valorisation a donc été écartée.

4.2. Appréciation du Prix de l'Offre au regard des différentes méthodes d'évaluation retenues

4.2.1. Référence à la valeur extériorisée lors de l'Acquisition du Bloc, de l'OPAS et aux acquisitions d'actions intervenues postérieurement à l'OPAS

Le prix payé par l'Initiateur dans le cadre de l'Acquisition du Bloc est considéré comme un point de référence pertinent, car déterminé à l'issue d'une négociation entre personnes indépendantes pour la cession du contrôle de la Société.

En exécution d'un contrat de cession d'actions conclu le 12 décembre 2017, TF1 a acquis, le 27 avril 2018, auprès d'ASIH, 78,07% de la Société aux prix unitaire de 39,47 euros.

[3] Des analyses ont été réalisées par certains analystes financiers, mais seulement dans le cadre de leur suivi du titre TF1 et du titre Axel Springer, sans objectif de cours.

Ce prix par action a également été payé dans le cadre de l'acquisition de 15,21% du capital réalisée lors de l'OPAS qui a été ouverte du 14 juin au 4 juillet 2018 inclus, et lors de l'acquisition de 1,98% du capital intervenue postérieurement à l'OPAS.

Les prix par action offert dans le cadre du retrait obligatoire est identique au prix d'acquisition des dites actions par l'Initiateur.

4.2.2. Cours de Bourse de la Société

Les actions de la Société (code ISIN : FR0004042083) sont admises aux négociations sur le compartiment B du marché réglementé d'Euronext Paris.

Sur la période de 6 mois se terminant le 8 décembre 2017 (derniers cours de bourse non-affecté par les rumeurs de marché d'acquisition du Bloc), le volume cumulatif échangé représentait c.67% du capital flottant (défini comme étant le nombre total d'actions émises excluant celles détenues par ASIH ainsi que les actions propres de la Société). A titre indicatif, sur la période de 3 mois se terminant le 8 décembre 2017, le volume cumulatif échangé représentait c.5% du capital flottant et c.1% sur la période 1 mois.

Pour les besoins de cette analyse, nous retenons le cours de bourse des actions jusqu'au 7 septembre 2018, dernier jour de cotation avant l'annonce de l'Offre de retrait obligatoire (étant précisé que l'annonce a eu lieu après bourse).

Le tableau ci-après résume les niveaux de prime induits par le prix de l'Offre sur le cours de clôture du 7 septembre 2018, ainsi que sur les Cours Moyens Pondérés des Volumes Echangés (« **CMPVE** ») sur les différentes périodes se terminant à cette date.

Prime induite par le prix d'Offre de 39,47€		**Prime offerte par action (%)**
Cours de clôture du 7 septembre 2018	38,5	*+2,5%*
CMPVE 1 mois	37,5	*+5,3%*
CMPVE 3 mois	39,4	*+0,1%*
CMPVE 6 mois	39,4	*+0,2%*
CMPVE 9 mois	38,9	*+1,4%*
CMPVE 12 mois	38,4	*+2,9%*
Cours le plus haut sur les 12 dernier mois (16 juillet 2018)	40,0	*(1,3%)*
Cours le plus bas sur les 12 dernier mois (15 septembre 2017)	23,5	*+68,0%*
Moyenne pondérée post clôture de l'OPAS (4 juillet 2018) et pré annonce de l'Offre (7 septembre 2018)	38,9	*+1,4%*

Le prix de l'Offre induit une prime de 2,5% sur le cours de clôture du 7 septembre 2018 et de 5,3% sur le CMPVE du mois précédent.

A titre informatif, le tableau ci-après résume les niveaux de prime induits par le prix de l'Offre sur le cours du 8 décembre 2017 (dernier cours de bourse non-affecté par les rumeurs de marché sur l'acquisition du Bloc).

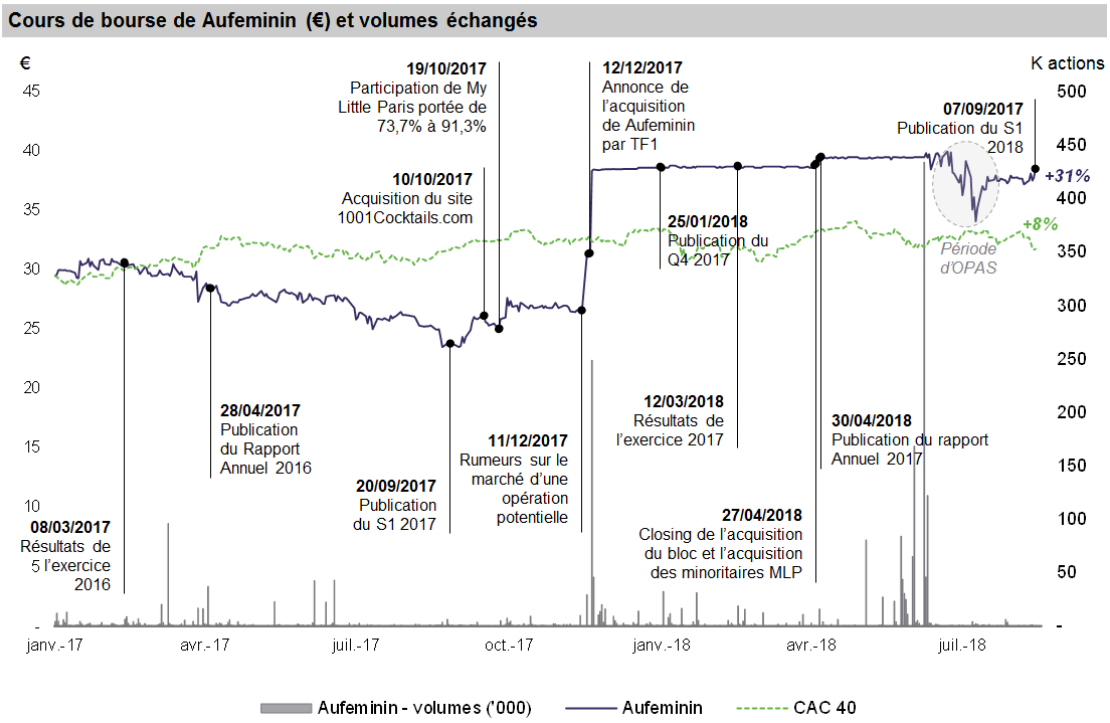
Prime induite par le prix d'Offre de 39,47€		Prime offerte par action (%)
Cours de clôture du 8 décembre 2017 (cours non affecté)	26,6	*+48,4%*
CMPVE 1 mois	26,8	*+47,3%*
CMPVE 3 mois	26,1	*+51,2%*
CMPVE 6 mois	27,0	*+46,4%*
CMPVE 9 mois	28,1	*+40,6%*
CMPVE 12 mois	28,3	*+39,3%*
Cours le plus haut sur les 12 dernier mois (14 févier 2017)	31,0	*+27,5%*
Cours le plus bas sur les 12 dernier mois (15 septembre 2017)	23,5	*+68,0%*

Le prix de l'Offre induit une prime de 48,4% sur le cours de clôture du 8 décembre 2017 et de 47,3% sur le CMPVE du mois précédent cette date. Il induit également une prime de 27,5% sur le cours le plus haut et de 68,0% sur le cours le plus bas des 12 derniers mois précédant le 8 décembre 2017.

A titre informatif, le tableau ci-après résume les niveaux de prime induits par le prix de l'Offre sur le cours du 11 décembre 2017[4], au moment de la suspension du cours par la société, dernier cours disponible avant annonce des caractéristiques du projet de rachat de la participation d'ASIH.

Prime induite par le prix d'Offre de 39,47€		Prime offerte par action (%)
Cours de clôture du 11 décembre 2017 (cours affecté)	31,4	*+25,9%*
CMPVE 1 mois	29,2	*+35,0%*
CMPVE 3 mois	27,3	*+44,4%*
CMPVE 6 mois	27,4	*+44,0%*
CMPVE 9 mois	28,2	*+40,1%*
CMPVE 12 mois	28,5	*+38,7%*
Cours le plus haut sur les 12 derniers mois (11 décembre 2017)	31,4	*+25,9%*
Cours le plus bas sur les 12 derniers mois (15 septembre 2017)	23,5	*+68,0%*

[4] Cours affecté par l'annonce d'un projet de rachat de la participation d'ASIH. Au moment de la suspension du cours (aux alentours de 10h, le 11/12/2017), le titre aufeminin était valorisé à 31,35€, en hausse de +17,90% par rapport au cours de clôture du 08/12/2017. Cette hausse du titre est liée à l'annonce faite par TF1, aux alentours de 9h30 le 11/12/ 2017, du projet de rachat.



Il convient de noter que cette méthode constitue une référence d'évaluation usuelle mais présente certaines limites, dans le cadre de notre analyse, la liquidité d'aufeminin étant inférieure à celle de ses pairs.

4.2.3. Multiples boursiers des sociétés comparables

La méthode d'évaluation par l'analyse des sociétés cotées comparables consiste à appliquer aux agrégats financiers d'aufeminin les multiples observés sur un échantillon de sociétés comparables intervenant sur le même secteur d'activité.

Dans le cadre des travaux d'évaluation, les multiples de valeur d'entreprise / EBITDA (« VE / EBITDA ») et EBIT (« VE / EBIT ») ont été retenus. Ces multiples permettent de mesurer les performances opérationnelles des différentes sociétés de l'échantillon. Le multiple de cours de bourse / bénéfice par action (« PER ») a été écarté du fait de la différence de structure financière entre les sociétés de l'échantillon. Le multiple de valeur d'entreprise / chiffre d'affaires (« VE / CA ») a été écarté dans la mesure où ce multiple de valorisation ne capture pas la profitabilité propre à chaque société.

La valeur d'entreprise des pairs est définie comme suit : capitalisation boursière + dernière dette nette financière disponible + intérêts minoritaires (à valeur comptable) + engagements de retraite (nets de la valeur des actifs de couverture) après impôts – titres de participation (à valeur comptable).

L'application des multiples de VE / EBITDA et VE / EBIT permet d'obtenir une valeur d'entreprise pour la Société. La valeur des capitaux propres de la Société s'obtient en soustrayant les Ajustements de Valeur de la valeur d'entreprise de la Société. Pour les besoins de cette méthodologie, des ajustements de valeur additionnels ont été pris en compte afin de refléter les flux de trésorerie liés à l'acquisition d'Ykone et les intérêts minoritaires d'Ykone, acquisition réalisée en avril 2018.

Les multiples des sociétés comparables ont été calculés sur la base du cours de bourse à la date du 7 septembre 2018 et appliqués aux agrégats d'aufeminin 2018e et 2019e. Pour les besoins de cette méthodologie, les agrégats d'EBITDA et d'EBIT de la société ont été retraités pour l'année 2018e afin de refléter la contribution sur une année pleine des agrégats d'EBITDA et d'EBIT d'Ykone.

L'échantillon retenu correspond à des sociétés : (i) *small-cap* Internet française (1000 mercis) et (ii) éditeurs de contenus en ligne (Yahoo Japan, TimeOut, Axel Springer).

Entreprise	Siège social	CA 2017[1]	Catégorie	Description
1000 Mercis	Paris	59	*Small-cap* internet française	Vente de services pour les annonceurs permettant d'optimiser leurs actions de fidélisation sur tous les supports digitaux (PC, tablettes, mobiles, iBeacon et objetx connectés In-store)
Yahoo Japan	Tokyo	6 683	Editeurs de contenus en ligne	Vente d'espaces publicitaires en ligne, e-commerce et solutions marketing en ligne
TimeOut	Londres	44	Editeurs de contenus en ligne	Vente d'espaces publicitaires liés à des contenus thématiques (restaurants, activités culturelles, voyages)
Axel Springer	Berlin	3 563	Editeurs de contenus en ligne	Médias imprimés et numériques, vente d'espaces de publicité et e-commerce

[1]Chiffre d'affaires 2017 en Euros, calendarisés au 31 décembre; Source: Factset

Les multiples boursiers retenus pour valoriser aufeminin sont les multiples de VE / EBITDA et de VE / EBIT. Les valeurs centrales retenues correspondent aux multiples moyens de l'échantillon.

Au 7 septembre 2018, les multiples boursiers retenus sont les suivants :

	Capitalisation boursière[1] (M€)	**VE** (M€)	**VE / EBITDA** 2018e	**VE / EBITDA** 2019e	**VE / EBIT** 2018e	**VE / EBIT** 2019e
1000 Mercis	83	74	7,5x	6,6x	11,4x	9,2x
Yahoo Japan	17 379	13 274	8,1x	8,1x	10,6x	10,7x
Axel Springer	6 632	8 578	11,6x	10,7x	17,6x	15,2x
Time Out	124	98	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Moyenne			**9,1x**	**8,5x**	**13,2x**	**11,7x**
Médiane			8,1x	8,1x	11,4x	10,7x
Valeur par action d'AF par application			24,1	25,6	25,9	27,2
Prime induite par le prix d'Offre			**63,5%**	**54,3%**	**52,6%**	**44,9%**

[1]Moyenne 1 mois

Sur la base des multiples 2018e, le prix d'Offre fait ressortir une prime de 44,9% à 63,5% par rapport aux prix par action induit par cette méthode.

Il convient de noter que cette méthode constitue une référence d'évaluation usuelle mais présente, dans le cadre de notre analyse, certaines limites dans la mesure où aucune des sociétés retenues n'est parfaitement comparable à aufeminin (en termes d'activité, de taille, de profil de croissance du chiffre d'affaires et de niveau de marge d'EBITDA).

4.2.4. Référence aux transactions comparables

Cette approche consiste à comparer le prix de l'Offre à la valeur obtenue par application des multiples induits par des transactions précédentes sur des sociétés comparables.

Dans le cadre de cette évaluation, ont été retenues comme transactions pertinentes :

- L'acquisition d'AOL par Verizon en mai 2015
- L'acquisition de CCM Benchmark Group par Le Figaro en octobre 2015
- L'acquisition de Cracked par Scripps Networks en avril 2016
- L'acquisition de Banzai Media Holding par Arnoldo Mondadori en juin 2016
- L'acquisition de Parship par ProSieben en septembre 2016
- L'acquisition de Web MD par KKR et IB Internet Brands en juillet 2017
- L'acquisition de Scripps Networks par Discovery Communication en juillet 2017

Dans le cadre de cette approche, a été retenue la moyenne des multiples de VE / EBITDA calculés pour chacune des transactions comme le rapport entre la valeur d'entreprise induite par la transaction et l'EBITDA sur la base des derniers résultats publiés avant l'annonce de la transaction. Ces multiples sont ensuite appliqués à l'EBITDA 2017 de la Société, pour obtenir une valeur d'entreprise, elle-même ajustée pour calculer une valeur des capitaux propres.

Le tableau ci-dessous présente le prix par action induit par cette méthodologie :

Cible	Acquéreur	Pays	Date	VE (M€)	VE / EBITDA
Scripps Networks	Discovery Communication	USA	juil-17	12 199	10,7x
Web MD	KKR / IB Internet Brands	USA	juil-17	2 405	12,1x
Parship	ProSieben	Allemagne	sept-16	300	12,0x
Banzai Media Holding	Arnoldo Mondadori	Italie	juin-16	41	10,3x
Cracked	Scripps Networks	USA	avr-16	34	12,6x
CCM Benchmark Group	Le Figaro	France	oct-15	120	10,4x
AOL	Verizon	USA	mai-15	3 477	9,6x
Moyenne					**11,1x**
Médiane					**10,7x**

	VE / EBITDA	
	Moyenne	Médiane
Multiples sélectionnés	11,1x	10,7x
Prix par action AF induit (€)	30,1	29,2
Prime induite par le prix d'Offre	**31,3%**	**35,1%**

Sur la base des multiples moyens et médians de VE / EBITDA, le prix offert fait ressortir une prime entre 31,3% et 35,1% sur la valeur induite par application des multiples d'EBITDA.

4.2.5. Actualisation des flux nets de trésorerie disponibles futurs

Cette méthode consiste à déterminer la valeur d'entreprise de la Société à partir de l'actualisation des flux de trésorerie disponibles futurs, qu'elle est susceptible de générer en utilisant le coût du capital. La valeur des capitaux propres de la Société s'obtient en soustrayant les Ajustements de Valeur de la valeur d'entreprise de la Société. Cette méthode est extrêmement sensible aux hypothèses retenues dans les projections.

L'évaluation sur la base de l'actualisation des flux de trésorerie futurs a été réalisée au 30 juin 2018, en utilisant une convention de réception des flux à mi-année.

La mise en œuvre de cette méthode repose sur les hypothèses suivantes :

- Plan d'affaires indépendant préparé par les dirigeants d'aufeminin et arrêté par le conseil d'administration de aufeminin le 4 mai 2018 sur la période 2018e – 2021e, extrapolé jusqu'en 2024e. Ce plan d'affaires prend en compte un changement dans le mix d'activités de la Société, avec une accélération des ventes de type « e-commerce ». Les principales hypothèses du plan d'affaires sont détaillées ci-dessous :
    - Une croissance moyenne du chiffre d'affaires comprise entre 15,0% et 20,0% ;
    - Une marge d'EBITDA en décroissance d'environ 16,0% au début du plan à environ 15,0% à la fin du plan, en baisse par rapport aux marges historiques de la Société, à mettre en lien avec le changement du mix d'activités reflété dans le plan d'affaires ;

- La Société n'est, à notre connaissance, pas suivie par les analystes financiers. Barclays, JP Morgan, HSBC et Société Générale ont néanmoins publié dans le cadre de leur couverture d'Axel Springer ou de TF1 des estimations de chiffre d'affaires et d'EBITDA pour la Société. Les estimations de chiffre d'affaires par les analystes financiers sont sensiblement différentes des projections du management. Néanmoins, les estimations d'EBITDA sur la période du plan d'affaires ne présentent pas d'écart significatif avec le consensus des projections établies par les analystes financiers ;

- L'ensemble des flux de trésorerie liés à l'acquisition d'Ykone et les autres flux liés aux acquisitions ont été pris en compte dans le plan d'affaires ;

- Un taux d'imposition en cohérence avec la fiscalité française ;

2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	Taux normatif
34,4%	32,0%	28,9%	27,4%	25,8%	25,8%	25,8%	25,8%

- Une hypothèse de variation du besoin en fonds de roulement nulle sur l'horizon du plan d'affaires, sur la période d'extrapolation et en année normative ;
- Des investissements maintenus constants en pourcentage du chiffre d'affaires à environ 4,0% sur la période du plan d'affaires, en ligne avec le ratio des investissements en pourcentage du chiffre d'affaires moyen observé sur la période 2015-2017 ;
- Les hypothèses suivantes, pour la période d'extrapolation :
  - Nous retenons une croissance du chiffre d'affaires décroissant progressivement pour atteindre un niveau normatif de 1,5% (le « taux de croissance perpétuel » ou le « **TCP** »), en ligne avec la moyenne des hypothèses de TCP retenues par les analystes financiers sur les pairs ;
  - Une marge d'EBITDA décroissant progressivement vers la marge normative retenue de 15,0% ;
  - Des investissements décroissants progressivement vers leur niveau normatif, situé à environ 3,0% du chiffre d'affaires ;
  - Des amortissements atteignant progressivement leur valeur normative, égale à celle des investissements normatifs (environ 3,0% du chiffre d'affaires) ;
- Calcul du Coût Moyen Pondéré du Capital (« **CMPC** ») : compte tenu de la situation financière de trésorerie nette positive de la Société et du faible endettement des comparables boursiers, nous avons retenus un taux d'actualisation égal à notre estimation du taux sur capitaux propres, soit c.8,0%, en ligne avec la moyenne des pairs des analystes. Ce taux a été obtenu à partir des hypothèses suivantes :
  - Taux sans risque : c. 0,7% (source : moyenne Bloomberg sur 1 mois) ;

- Prime de risque de marché : c. 9,0% (source : moyenne Bloomberg sur 1 mois) ;

- Béta de c. 0,79x, correspondant à la moyenne des Bétas désendettés des comparables boursiers (source : moyenne Factset sur 5 ans).

– Calcul de la valeur terminale

  - La valeur terminale a été déterminée à partir de la formule de « Gordon Shapiro » qui consiste à actualiser à l'infini un flux de trésorerie normatif en prenant pour hypothèse le taux de croissance et la marge d'EBITDA normative. Celle-ci représente c. 80% de la valeur d'entreprise induite par cette méthode.

Les tableaux ci-dessous présentent les prix par action induits par cette méthode ainsi que les sensibilités du résultat au TCP et au CMPC.

Prix par action induits

Taux de croissance perpétuelle (%) \ CMPC	7,50%	7,75%	8,00%	8,25%	8,50%
+1,00%	37,96	36,64	35,42	34,29	33,23
+1,25%	39,12	37,71	36,40	35,19	34,07
+1,50%	40,38	38,86	**37,46**	36,17	34,97
+1,75%	41,75	40,11	38,60	37,22	35,93
+2,00%	43,24	41,47	39,84	38,35	36,97

Primes induites

Taux de croissance perpétuelle (%) \ CMPC	7,50%	7,75%	8,00%	8,25%	8,50%
+1,00%	+4,0%	+7,7%	+11,4%	+15,1%	+18,8%
+1,25%	+0,9%	+4,7%	+8,4%	+12,2%	+15,9%
+1,50%	(2,3%)	+1,6%	**+5,4%**	+9,1%	+12,9%
+1,75%	(5,5%)	(1,6%)	+2,2%	+6,1%	+9,8%
+2,00%	(8,7%)	(4,8%)	(0,9%)	+2,9%	+6,7%

La méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles basée sur les hypothèses décrites ci-dessus fait ressortir une valeur par action comprise entre 35,19 euros (CMPC de 8,25% et taux de croissance à l'infini de 1,25%) et 40,11 euros (CMPC de 7,75% et taux de croissance à l'infini à 1,75%), le prix offert dans le cadre de l'OPA Principale représentant une prime comprise entre (1,6)% et 12,2%.

4.3. Synthèse des éléments d'appréciation du Prix de l'Offre

Le prix d'Offre fait ressortir des primes par rapport aux prix induits avec l'ensemble des méthodologies retenues et détaillées ci-dessus. Ces primes sont indiquées dans le tableau ci-dessous :

	Méthodologie	Prix induit (€/action)	Prime induite par le prix d'Offre
Acquisition du bloc, OPAS et acquisitions d'action	Référence à l'Acquisition du Bloc, à l'OPAS et aux acquisitions d'actions post OPAS et pré Offre	39,47	-
Analyse du cours de bourse[1]	Cours de clôture du 7 septembre 2018	38,50	+2,5%
	CMPVE 1 mois	37,49	+5,3%
	CMPVE 3 mois	39,43	+0,1%
	CMPVE 6 mois	39,38	+0,2%
	CMPVE 9 mois	38,93	+1,4%
	CMPVE 12 mois	38,37	+2,9%
	Cours le plus haut sur les 12 derniers mois	39,98	(1,3%)
	Cours le plus bas sur les 12 derniers mois	23,50	+68,0%
	Moyenne pondérée post clôture de l'OPAS (4 juillet 2018) et pré annonce de l'Offre (7 septembre 2018)	38,94	+1,4%
	Derniers cours avant l'annonce de l'acquisition du Bloc (8 décembre 2017)	26,59	+48,4%
Multiples boursiers de sociétés comparables	Moyenne VE / EBITDA 2018e	24,14	+63,5%
	Moyenne VE / EBITDA 2019e	25,57	+54,3%
	Moyenne VE / EBIT 2018e	25,87	+52,6%
	Moyenne VE / EBIT 2019e	27,24	+44,9%
Multiples de transactions comparables	Moyenne VE / EBITDA	30,07	+31,3%
	Médiane VE / EBITDA	29,21	+35,1%
DCF	DCF - CMPC 8,0% / TCP 1,5%	37,46	+5,4%

[1]Période se terminant le 7 septembre 2018

5. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Le cabinet Ledouble représenté par Madame Agnès Piniot, a été désigné par le conseil d'administration de la Société en qualité d'Expert Indépendant en application des dispositions de l'article 261-1 I, notamment 1° et II du règlement général de l'AMF, avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Ledit rapport, en date du 3 octobre 2018, est intégralement reproduit ci-dessous :

Ledouble

AUFEMININ

8-10 rue Saint Fiacre
75002 Paris

OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT SUIVIE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE

ATTESTATION D'ÉQUITÉ

Ledouble SAS – 8, rue Halévy – 75009 PARIS
Tél. 01 43 12 84 85 – E-mail info@ledouble.fr
Société d'expertise comptable et de commissariat aux comptes
Inscrite au Tableau de l'Ordre des experts-comptables et à la Compagnie des commissaires aux comptes de Paris
Société par actions simplifiée au capital de 514 400 €
RCS PARIS B 392 702 023 – TVA Intracommunautaire FR 50 392 702 023

1. INTRODUCTION 6
1.1. Cadre réglementaire de l'intervention de Ledouble 6
1.2. Indépendance et compétence de Ledouble 7
1.3. Diligences effectuées 8
1.4. Affirmations obtenues et limites de la Mission 9
1.5. Plan du Rapport 10
1.6. Conventions de présentation 10

2. PRÉSENTATION DE L'OPÉRATION 11
2.1. Sociétés prenant part à l'Offre 11
2.1.1. CIBLE 11
2.1.2. INITIATEUR 11
2.2. Structure et objectifs de l'Opération 12
2.2.1. HISTORIQUE RÉCENT DE LA PARTICIPATION DE L'INITIATEUR 12
2.2.2. STOCK-OPTIONS 13
2.2.3. ACTIONS GRATUITES 13
2.3. Répartition du capital et des droits de vote et périmètre de l'Offre 14
2.4. Financement de l'Offre 14
2.5. Accords Connexes 14

3. PRÉSENTATION D'AUFEMININ 15
3.1. Caractéristiques du marché de la publicité sur Internet et du e-commerce 15
3.1.1. LE MARCHÉ DE LA PUBLICITÉ SUR INTERNET 15
3.1.2. LE MARCHÉ DU E-COMMERCE 17
3.2. Positionnement d'Aufeminin sur son secteur 17
3.3. Opérations de croissance externe intervenues en 2018 19
3.3.1. MY LITTLE PARIS 19
3.3.2. YKONE 20
3.3.3. MAGNETISM 20
3.3.4. ORGANIGRAMME DU GROUPE ET RÉPARTITION DE SES ACTIVITÉS 21
3.4. Facteurs historiques de croissance et de développement d'Aufeminin 22
3.5. Analyse historique de la performance d'Aufeminin 24
3.5.1. ANALYSE DE L'ACTIVITÉ ET DE LA RENTABILITÉ 24
3.5.2. STRUCTURE BILANCIELLE 27
3.6. Synthèse 30

4. ÉVALUATION DE L'ACTION 31
4.1. Données structurantes de l'évaluation 31
4.1.1. RÉFÉRENTIEL COMPTABLE 31
4.1.2. DATE D'ÉVALUATION 31
4.1.3. NOMBRE D'ACTIONS 32
4.1.4. TRÉSORERIE NETTE 32
4.2. Méthodes d'évaluation écartées 35
4.2.1. ACTIF NET RÉÉVALUÉ 35
4.2.2. ACTUALISATION DES DIVIDENDES 36
4.3. Transactions récentes réalisées sur le capital d'Aufeminin 36
4.4. Référence au cours de bourse et objectifs de cours des analystes 36
4.4.1. ANALYSE HISTORIQUE DU COURS DE BOURSE 36
4.4.2. OBJECTIFS DE COURS 39
4.5. Valorisation intrinsèque par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie ou *Discounted Cash Flows* (DCF) 39
4.5.1. RAPPEL DES PRINCIPES DE LA MÉTHODE DCF 39
4.5.2. TAUX D'ACTUALISATION 40
4.5.3. TAUX DE CROISSANCE PERPÉTUELLE 40
4.5.4. PMT DE L'OFFRE 40
4.5.5. SYNTHÈSE 42
4.6. Approches de valorisation à titre de recoupement 43
4.6.1. ACTIF NET COMPTABLE CORRIGÉ 43
4.6.2. VALORISATION ANALOGIQUE PAR LES COMPARABLES TRANSACTIONNELS 45
4.6.3. VALORISATION ANALOGIQUE PAR LES COMPARABLES BOURSIERS 46
4.7. Synthèse de la valorisation multicritère de l'Action 48
4.8. Synergies 48

5. ANALYSE DES ÉLÉMENTS DE VALORISATION DE L'ACTION PAR L'ÉTABLISSEMENT PRÉSENTATEUR 50
5.1. Trésorerie financière nette 50
5.1.1. VALORISATION INTRINSÈQUE 50
5.1.2. VALORISATION PAR LES COMPARABLES TRANSACTIONNELS 50
5.1.3. VALORISATION PAR LES COMPARABLES BOURSIERS 51
5.2. Référence au cours de bourse 51
5.3. Valorisation intrinsèque (DCF) 51

5.4. Valorisation analogique de l'Action par les comparables boursiers 52
5.4.1. COMPOSITION DES ÉCHANTILLONS DE COMPARABLES RESPECTIFS 52
5.4.2. MÉTHODOLOGIE 52
5.5. Valorisation analogique de l'Action par référence aux comparables transactionnels 52
5.6. Synthèse 53

6. ANALYSE DES ACCORDS CONNEXES 54
6.1. Contrat d'acquisition et avenant au contrat d'acquisition 54
6.2. Project Orphée – *management compensation* et *amendment* n°1 55
6.3. Contrat de liquidité 55
6.4. Autres stipulations contractuelles 56
6.5. Synthèse 56

7. CONCLUSION 57
Annexe 1 : Programme de travail détaillé et rémunération de Ledouble 59
Annexe 2 : Principales étapes de l'expertise 60
Annexe 3 : Liste des personnes rencontrées et / ou contactées par Ledouble 62
Annexe 4 : Principales sources d'information exploitées 64
Annexe 5 : Composition de l'équipe Ledouble 67
Annexe 6 : Liste des expertises financières réalisées par Ledouble (2013 à 2018) 69
Annexe 7 : Performances des comparables boursiers 70
Annexe 8 : Présentation des comparables boursiers 71
Annexe 9 : Multiples transactionnels 72

GLOSSAIRE, SIGLES ET ACRONYMES

Action(s)	Action(s) de la Société visée(s) par l'Offre
AMF	Autorité des Marchés Financiers
ANR	Actif Net Réévalué
BFR	Besoin en Fonds de Roulement
Capex	*Capital Expenditures*
Cible	Aufeminin
Conseil d'Administration	Conseil d'Administration d'Aufeminin
Conseils financiers	Rothschild & Cie, Evercore
Conseils juridiques	Viguié Schmidt & Associés, Darrois Villey Maillot Brochier
DCF	*Discounted Cash Flows*
DDM	*Dividend Discount Model*
Dépôt	Dépôt du projet d'Offre auprès de l'AMF
Direction	*Management* d'Aufeminin
EBITDA	*Earnings Before Interest Taxes Depreciation & Amortization*
EBIT	*Earnings Before Interest and Taxes*
Établissement Présentateur	Rothschild Martin Maurel (Rothschild)
IFRS	*International Financial Reporting Standards*
Initiateur	TF1
Ledouble	Ledouble SAS
Mission	Expertise indépendante de Ledouble dans le cadre de l'Offre
MLP	My Little Paris
OAT	Obligations Assimilables du Trésor
Offre (OPR-RO)	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire initiée par TF1 sur les Actions
Offre Initiale (OPAS)	Offre Publique d'Achat Simplifiée initiée par TF1 sur les Actions
Options	*Stock-options*
Période Explicite	2018-2021
Période d'Extrapolation	2022-2024
PMT de l'Offre	Plan d'affaires approuvé par le Conseil d'Administration en date du 4 mai 2018
Prix d'Offre	39,47 € par Action
Prix de Cession de Bloc	364.786.000 €
Rapport	Rapport de Ledouble établi dans le cadre de l'Offre
Société	Aufeminin
SWOT	*Strenghs, Weaknesses, Opportunities, Threats*

1. Introduction

Ledouble SAS (« **Ledouble** ») a été désigné par le conseil d'administration (le « **Conseil d'Administration** ») d'Aufeminin SA (« **Aufeminin** », la « **Société** » ou la « **Cible** ») en date du 7 septembre 2018, en tant qu'expert indépendant dans le cadre du projet d'Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire (l' « **OPR-RO** » ou l' « **Offre** ») qui sera initiée par Télévision Française 1 SA (« **TF1** » ou l' « **Initiateur** ») sur les actions d'Aufeminin.

L'Offre s'inscrit dans le prolongement de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée[1] (l' « **OPAS** » ou l' « **Offre Initiale** ») initiée par TF1 sur les actions d'Aufeminin, visée par l'Autorité des Marchés Financiers (« **AMF** ») en date du 12 juin 2018[2] (l'OPAS et l'OPR-RO forment ensemble l' « **Opération** »).

La mission d'expertise indépendante (la « **Mission** ») consiste à nous prononcer sur le caractère équitable, pour les actionnaires d'Aufeminin dont les titres sont visés par l'Offre, du prix d'Offre de **39,47 €** par action (le « **Prix d'Offre** »), identique au prix de l'Offre Initiale.

1.1. Cadre réglementaire de l'intervention de Ledouble

Cette désignation et le présent rapport entrent dans le cadre des articles 261-1 I[3] 1°, 2° et 4°[4] et 261-1 II[5] du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) et de son instruction d'application n°2006-08[6] relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée de la recommandation AMF n°2006-15[7].

Le présent rapport d'expertise indépendante (le « **Rapport** ») s'entend au sens de l'article 262-1 I[8] du règlement général de l'AMF.

---

[1] Suivie éventuellement d'un retrait obligatoire.

[2] Visas AMF du 12 juin 2018 n°18-240 sur la note d'information de TF1 et n° 18-241 sur la note d'information en réponse d'Aufeminin.

[3] Extrait concerné de l'article 261-1 I du règlement général de l'AMF :
« *La société visée par une offre publique d'acquisition désigne un expert indépendant lorsque l'opération est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein de son conseil d'administration […], 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.*
Il en est ainsi notamment dans les cas suivants :
1° Lorsque la société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, avant le lancement de l'opération, par l'initiateur de l'offre ;
2° Lorsque les dirigeants de la société visée ou les personnes qui la contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce ont conclu un accord avec l'initiateur de l'offre susceptible d'affecter leur indépendance ;
[…] ».

[4] « *4°Lorsqu'il existe une ou plusieurs opérations connexes à l'offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'offre publique considérée.* »

[5] Article 261-1 II du règlement général de l'AMF :
« *La société visée désigne également un expert indépendant préalablement à la mise en œuvre d'un retrait obligatoire sous réserve des dispositions de l'article 237-16* ».

[6] Instruction AMF n°2006-08. « *Expertise indépendante* ».

[7] Recommandation AMF n°2006-15. « *Expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières* ».

[8] Extrait de l'article 262-1 I du règlement général de l'AMF :
« *L'expert indépendant établit un rapport sur les conditions financières de l'offre ou de l'opération dont le contenu est précisé par une instruction de l'AMF. Ce rapport contient notamment la déclaration d'indépendance […], une description des diligences effectuées et une évaluation de la société concernée. La conclusion du rapport est présentée sous la forme d'une attestation d'équité* ».

1.2. Indépendance et compétence de Ledouble

Ledouble est indépendant de la Société, de l'Initiateur et de ses actionnaires, ainsi que de leurs conseils respectifs[9] (« les « **Conseils** »), du Cédant et de Rothschild Martin Maurel, établissement présentateur de l'Offre (« **l'Établissement Présentateur** » ou « **Rothschild** ») ; plus particulièrement :

- Ledouble n'a aucun lien juridique ou financier avec les parties susmentionnées ;
- nous ne nous trouvons dans aucune des situations de conflit d'intérêts au sens des articles 261-4 du règlement général de l'AMF et de l'article 1 de l'instruction AMF n°2006-08 ; à titre informatif, la liste des expertises et analyses financières indépendantes réalisées par Ledouble au cours des dernières années[10], avec l'indication des établissements présentateurs des opérations concernées[11] figure en **annexe 6** ;
- nous considérons que la Mission ne nous conduit pas à intervenir de façon récurrente avec les Conseils, l'Établissement Présentateur ou au sein du même groupe[12].

Conformément à l'article 261-4 du règlement général de l'AMF, nous attestons donc de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu avec les personnes concernées par l'Offre et leurs conseils, susceptible d'affecter notre indépendance et l'objectivité de notre jugement lors de l'exercice de la Mission ; nous avons donc été en mesure d'accomplir la Mission en toute indépendance.

Pour information, sans que cela remette en cause notre indépendance, nous indiquons que Ledouble est intervenu dans le cadre des opérations liées au rapprochement entre Rothschild & Co, ses filiales et la Compagnie Financière Martin Maurel, et pour le conseil d'administration de Rothschild & Co.

Ledouble est précédemment intervenu en qualité d'expert indépendant dans le cadre de l'Offre Initiale, au titre de laquelle une attestation d'équité a été établie en date du 25 mai 2018.

Les compétences de l'équipe qui a réalisé la Mission sont mentionnées en **annexe 5**.

[9] Viguié Schmidt & Associés conseil juridique d'Aufeminin ; Darrois Villey Maillot Brochier, conseil juridique de TF1 ; Evercore et Rothschild & Cie, conseils financiers de TF1 ; les représentants des Conseils que nous avons contactés et/ou rencontrés durant la Mission sont recensés en **annexe 3**.
[10] Depuis 2013.
[11] Cette déclaration d'indépendance vaut pour les associés et salariés de Ledouble ayant participé à la Mission, dont les profils figurent en **annexe 5**.
[12] Au sens de l'article 261-4 I du règlement général de l'AMF.

1.3. Diligences effectuées

Nous avons effectué nos diligences conformément aux dispositions des articles 262-1 et suivants du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application n°2006-08 relative à l'expertise indépendante, et de la recommandation AMF n°2006-15 sur l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières (§ 1.1).

Le programme de travail mis en œuvre et le montant des honoraires perçus dans le cadre de la Mission sont indiqués en **annexe 1** et le calendrier d'intervention en **annexe 2**.

La base documentaire ayant servi de support à nos travaux figure en **annexe 4**.

Nos diligences ont consisté en la prise de connaissance du contexte de l'Offre, du profil de l'Initiateur, de l'activité et de l'environnement de la Société et de ses filiales (« le « **Groupe** ») et, au terme d'un diagnostic à partir de ces informations, en une valorisation multicritère du Groupe, ainsi qu'en une analyse de la prime induite par le Prix d'Offre, sur les différents résultats de l'évaluation du titre Aufeminin (l' « **Action** »).

Ces diligences, qui ont été conduites parallèlement aux entretiens que nous avons eus avec le *management* de la Société (la « **Direction** »), ainsi que des représentants de l'Initiateur, des Conseils et de l'Établissement Présentateur, s'inscrivent dans le cadre de l'OPAS et de l'OPR-RO qui s'ensuit ; elles ont porté notamment sur :

- les informations disponibles sur le marché de la publicité en général, et plus spécifiquement celui de la publicité digitale et de l'e-commerce où le Groupe est positionné ;
- la documentation juridique et financière relative à l'Opération ainsi qu'aux accords et opérations connexes, antérieurs et postérieurs à l'Offre (les « **Accords Connexes** ») ;
- l'exploitation de l'information publique et réglementée, d'une part, d'Aufeminin et, d'autre part, de TF1 ;
- le Rapport Financier Semestriel au 30 juin 2018[13] d'Aufeminin ;
- l'analyse de la trésorerie nette du Groupe au 30 juin 2018 et des instruments potentiellement dilutifs sur le capital de la Société, à l'examen notamment des plans d'attribution d'actions gratuites ;
- le plan d'affaires à moyen terme du Groupe approuvé par le Conseil d'Administration de la Société le 4 mai 2018 (le « **PMT de l'Offre** »)[14] ;
- les références d'évaluation internes au Groupe pour la réalisation des *impairment tests* ainsi que les travaux menés à l'occasion des acquisitions de Livingly Media, My Little Paris et Merci Alfred ;
- l'exploitation de la documentation juridique et financière relative à l'acquisition de la société Ykone en avril 2018 et les conditions de cette transaction ;
- la revue de l'historique sur longue période des cours de bourse pondérés par les volumes de l'Action et des communiqués de la Société ;

[13] Rapport Financier Semestriel 2018. Nous avions exploité dans le cadre de l'Offre Initiale le Rapport Financier Annuel 2017 d'Aufeminin.
[14] Le PMT de l'Offre est inchangé depuis l'Offre Initiale.

- des extractions de nos bases de données[15], relatives à la Société ainsi qu'aux autres acteurs du marché sur lequel elle est positionnée et aux multiples de valorisation par des comparables boursiers et des comparables transactionnels ;

- l'appréciation du Prix d'Offre au regard de la valorisation multicritère de l'Action, ainsi que de l'analyse de la sensibilité des résultats de cette valorisation à la variation des principaux paramètres d'évaluation ;

- la revue des délibérations du Conseil d'Administration et des décisions prises en Assemblée Générale des actionnaires de la Société antérieurement à l'Offre ;

- la documentation complémentaire, de nature juridique, fiscale, comptable et financière de la Société et de ses filiales au titre des trois derniers exercices clos (2015, 2016 et 2017) et de l'exercice 2018 en cours ;

- la note d'information conjointe de l'Initiateur et de la Cible qui sera soumise à l'AMF en vue de l'obtention de la décision de conformité du projet d'Offre ;

- la revue des travaux d'évaluation de l'Établissement Présentateur et la comparaison avec notre évaluation multicritère de l'Action.

1.4. Affirmations obtenues et limites de la Mission

Nous avons obtenu la confirmation par la Direction et par l'Initiateur des éléments significatifs que nous avons exploités dans le cadre de la Mission.

Conformément à la pratique usuelle en matière d'expertise indépendante, nos travaux n'avaient pas pour objet de valider les informations historiques et prévisionnelles qui nous ont été communiquées, et dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence. À cet égard, nous avons considéré que l'ensemble des informations qui nous ont été communiquées par nos interlocuteurs était fiable et transmis de bonne foi.

Le Rapport n'a pas valeur de recommandation à la réalisation de l'Offre.

L'expert indépendant ne peut être tenu responsable du contenu intégral de la note d'information dans laquelle est inséré son Rapport, qui seul engage sa responsabilité.

[15] Dont *Bloomberg* et *S&P Capital IQ*.

1.5. Plan du Rapport

Nous présenterons successivement :

- la structure, les objectifs ainsi que le périmètre de l'Opération (§ 2) ;
- l'activité et l'environnement du Groupe (§ 3) ;
- notre évaluation multicritère de l'Action et la synthèse de ces travaux (§ 4) ;
- l'analyse des éléments de valorisation de l'Action par l'Établissement Présentateur (§ 5) ;
- notre appréciation du contenu des Accords Connexes (§ 6) ;
- la conclusion du Rapport constitue en soi l'attestation d'équité pour les actionnaires d'Aufeminin dont les titres sont visés par l'Offre (§ 7).

1.6. Conventions de présentation

Les montants et devises présentés dans le Rapport sont susceptibles d'être exprimés en :

- euros (€) ou dollars ($) ;
- milliers d'euros (K€) ou milliers de dollars (K$) ;
- millions d'euros (M€) ou millions de dollars (M$) ;
- milliards d'euros (Md€) ou milliards de dollars (Md$).

Les renvois entre parties et chapitres du Rapport sont matérialisés entre parenthèses par le signe §.

Les écarts susceptibles d'être relevés dans les contrôles arithmétiques sont imputables aux arrondis.

2. Présentation de l'Opération

2.1. Sociétés prenant part à l'Offre

2.1.1. Cible

Aufeminin est une société anonyme au capital de 1.932.977 €[16] divisé en 9.664.885 actions d'une valeur nominale unitaire de 0,20 €, sise 8-10, rue Saint Fiacre, à Paris (75002), et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris[17].

La Présidence du Conseil d'Administration et la Direction générale de la Société sont assurées par Monsieur Olivier Abecassis depuis le 27 avril 2018, en remplacement de Madame Marie-Laure Sauty de Chalon.

Fondé en 1999 par Madame Anne-Sophie Pastel et Messieurs Marc-Antoine Dubanton et Cyril Vermeulen, le site aufeminin.com propose une offre éditoriale et communautaire à destination des femmes. Depuis sa création, le Groupe a procédé à des opérations de croissance externe majeures qui lui ont permis de devenir l'un des leaders mondiaux dans l'édition de contenus pour femmes.

Aufeminin est l'entité faîtière du Groupe constitué de dix filiales en France, dont elle détient pour huit d'entre elles la totalité du capital, ainsi que dix filiales étrangères[18] dans le capital desquelles peuvent demeurer des actionnaires minoritaires (§ 3.3.4).

Le Groupe est aujourd'hui présent dans plus de 20 pays au travers des marques médias dont principalement Aufeminin, Marmiton, My Little Paris, Merci Alfred, Onmeda, Livingly.com.

Les 9.664.885[19] actions composant le capital d'Aufeminin, d'une valeur nominale unitaire de 0,20 €, sont admises aux négociations sur le marché Euronext Paris (compartiment B[20]) ; elles représentent un nombre total de droits de vote de 9.668.227 (§ 2.3).

La Société clôture ses comptes annuels au 31 décembre.

2.1.2. Initiateur

Télévision Française 1 (TF1) est une société anonyme de droit français au capital de 41.979.068 €, sise 1, quai du Point du Jour à Boulogne Billancourt Cedex (92656), immatriculée au Registre du Commerce et des sociétés de Nanterre[21] ; la Présidence de TF1 est assurée par Monsieur Gilles Pelisson.

TF1 est contrôlée par le groupe Bouygues.

Fondée en 1975, TF1 est devenue l'un des *leaders* de l'audiovisuel en Europe.

---

[16] Capital au 21 septembre 2018 communiqué par la Société, inchangé par rapport au capital au 30 juin 2018 (Source : Rapport Financier Semestriel 2018, p. 16) ; le capital s'élevait au 30 avril 2018 à 1.891.977 €. Le Conseil d'Administration du 3 octobre 2018 prévoit de procéder à la constatation définitive de l'augmentation de capital de la Société, comptabilisée au 30 juin 2018 et assortie d'une prime d'émission.
[17] Sous le numéro 423 780 113 RCS Paris.
[18] Notamment aux États-Unis, au Brésil, au Japon, en Grande Bretagne, en Italie et en Espagne.
[19] Nombre d'actions arrêté au 21 septembre 2018.
[20] Sous le code FR0004042083, mnémonique FEM.
[21] Sous le numéro 326 300 159 RCS Nanterre.

Avec l'arrivée du numérique, TF1 a entrepris une diversification de son modèle économique vers le digital. Le groupe TF1 a pour objectif de devenir un acteur intégré multiplateforme de la production à la distribution de contenus média de divertissement et d'information.

Les actions de TF1 sont cotées sur le marché Euronext Paris (compartiment A)[22].

2.2. Structure et objectifs de l'Opération

2.2.1. Historique récent de la participation de l'Initiateur

2.2.1.1. Cession de Bloc

L'Offre Initiale et l'Offre font suite à l'acquisition par TF1 de 7.385.493 actions ordinaires de la Société représentant 78,07%[23] de son capital non dilué à la date de la transaction en application du *Share Purchase Agreement* du 17 janvier 2018[24] qui prévoyait notamment :

- un prix de Cession de Bloc par Action déterminé par référence à une valorisation de la Société de 364.786.000 € (le « **Prix de Cession de Bloc** ») en date du 1er décembre 2017 ; le Prix de Cession de Bloc a été fixé le 27 avril 2018, date de réalisation de la Cession de Bloc, en appliquant le taux d'intérêt prévu dans le *Share Purchase Agreement* jusqu'au mai 9 mai 2018, soit 10 jours ouvrés après réception de la dernière des décisions de l'autorité de la concurrence autrichienne et de l'autorité de la concurrence française, à 39,47 €[25] par Action, en ligne avec le Prix d'Offre, étant précisé qu'il intègre un intérêt de 4,3%[26] par an ;

- un droit de suite constitué d'un complément de prix dans les 24 mois suivants la date du *closing* en cas d'offre publique d'achat (OPA), de retrait (OPR) ou de retrait obligatoire (RO), réalisée durant cette période à un prix supérieur au Prix de Cession de Bloc ; TF1 avait pris l'engagement de ne pas procéder dans les 24 prochains mois à une offre publique[27] proposant un prix supérieur au Prix d'Offre. Au stade de l'OPR-RO, cette disposition du *Share Purchase Agreement* ne trouve désormais plus à s'appliquer[28].

2.2.1.2. OPAS et OPR-RO

Le 22 mai 2018, TF1 a déposé auprès de l'AMF un projet de note d'information relative à l'OPAS, aux termes de laquelle l'Initiateur proposait aux actionnaires d'Aufeminin d'acquérir la totalité de leurs actions au prix de 39,47 € par Action. Cette note d'information a reçu le visa de l'AMF n° 18-240 en date du 12 juin 2018 ; la note d'information en réponse d'Aufeminin a reçu le visa de l'AMF n°18-241 en date du 12 juin 2018.

---

[22] Sous le code FR0000054900, mnémonique TF1.
[23] Avec franchissement du seuil de 50% du capital.
[24] Et de son avenant.
[25] Le prix intègre le calcul des intérêts pour déterminer l'ajustement du Prix de Cession de Bloc jusqu'au 9 mai 2018, le *Share Purchase Agreement* prévoyant une date de *closing* 10 jours ouvrés après la date de la décision rendue le plus tardivement entre la décision de l'autorité de la concurrence autrichienne et la décision de l'autorité de la concurrence française.
[26] Sur cette base le complément de prix en date du 9 mai 2018 s'établit à 5.399.045,21 €, soit un prix définitif de 291.483.277,67 € pour l'acquisition du bloc de 78,425%.
[27] Sous la forme d'OPA, OPR, RO.
[28] Dans le cadre de l'OPR-RO, cette clause n'apparaît pas dans la note d'information conjointe, l'objectif de l'Offre consistant à racheter la totalité des actions restant en circulation afin de les retirer de la cote sur Euronext.

À la clôture de l'Offre Initiale en date du 4 juillet 2018, TF1 détenait 9.015.415 actions Aufeminin (93,28% du capital et 93,25% des droits de vote de la Société).

Le 7 septembre 2018, les seuils de 95% du capital et des droits de vote de la Société ont été franchis par TF1, qui détient désormais 9.206.457 actions Aufeminin représentant 95,26% du capital et 95,22% des droits de vote de la Société (§ 2.3).

En conséquence, les actionnaires minoritaires détenant une participation inférieure à 5% du capital et des droits de votes d'Aufeminin, TF1 a annoncé le 7 septembre 2018 son intention de déposer la présente Offre dans le prolongement de son Offre Initiale, au même prix de 39,47 € par Action.

2.2.2. Stock-options

Un plan de *stocks options* (« **Options** ») a été attribué en novembre 2013, avec une validité de 6 ans, pouvant conduire à la création de 300.000 actions Aufeminin.

Le solde de 205.000 *stock-options* non annulées et non levées lors de l'Offre Initiale a été totalement exercé.

À ce jour, il n'existe plus de *stock-options*.

2.2.3. Actions Gratuites

Les plans d'actions gratuites Aufeminin en cours au 21 septembre 2018 (les « **Actions Gratuites** ») se composent de 78.000 Actions Gratuites en période d'acquisition correspondant aux deux plans attribués en 2017 (Plan T1 2017 et Plan T4 2017).

Les caractéristiques de ces plans d'Actions Gratuites sont décrites au § 5.1.6[29] de l'annexe aux comptes consolidés de l'exercice 2017 du Groupe, étant précisé que seules les actions gratuites des Plans T1 2017 et T4 2017 restent en période d'acquisition :

Actions gratuites		
Référence du plan	Plan T1 2017	Plan T4 2017
Date d'attribution	09/06/2017	13/12/2017
Date d'acquisition	31/12/2018	31/03/2020
Date de disponibilité	08/06/2019	31/03/2020
Total AGA en période d'acquisition	30 000	48 000

Des accords de liquidité ont été conclus entre les bénéficiaires des Actions Gratuites et l'Initiateur ; leurs conditions sont exposées ci-après (§ 6.3).

[29] Source : Rapport Financier Annuel 2017, pp. 140-141. L'écart de 72.000 Actions Gratuites entre les états financiers au 31 décembre 2017 (150.000 Actions Gratuites) et la situation au 21 septembre 2018 (78.000 Actions Gratuites) porte sur (i) les 9.000 Actions Gratuites du plan T4 2017 en cours d'attribution devenues caduques en 2018 suite au départ des bénéficiaires et (ii) la cession des 63.000 Actions Gratuites du Plan 2016, en date du 3 août 2018, dans le cadre du contrat de liquidité avec l'Initiateur.

2.3. Répartition du capital et des droits de vote et périmètre de l'Offre

Conformément à l'article 231-6 du règlement général de l'AMF, l'Offre porte sur l'ensemble des actions de la Société qui ne sont pas détenues par l'Initiateur à la date du Dépôt de l'Offre[30] :

Structure du capital et des droits de vote

	Nombre d'actions	% capital	Droits de vote théoriques	% droits de vote
TF1	9 206 457	95,26%	9 206 457	95,22%
Autres actions au nominatif	23 961	0,25%	27 302	0,28%
Auto-détention	-	-	-	-
Actions au nominatif	**9 230 418**	**95,50%**	**9 233 759**	**95,51%**
Public	434 467	4,50%	434 467	4,49%
Total	**9 664 885**	**100%**	**9 668 226**	**100%**

Source : Actionnariat du Groupe au 21/09/2018

En conséquence, le périmètre de l'Offre comprend au maximum 536.428 actions de la Société ; au regard de l'Offre Initiale, ce plafond s'analyse comme suit :

- 458.428 actions[31] correspondant à un volume de 9.664.885 actions en circulation émises par la Société, minoré (i) de la fraction de 7.385.493 actions ayant fait l'objet de la Cession de Bloc (§ 2.2.1.1) et (ii) de la fraction des 1.820.964 actions acquises dans le cadre de l'Offre Initiale ou postérieurement (§ 2.2.1.2) ;
- les actions nouvelles de la Société susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre à raison de l'acquisition définitive des Actions Gratuites de la Société dont la période d'acquisition ne sera pas expirée à la date de la clôture de l'Offre, soit un nombre maximum de 78.000 actions (§ 2.2.3).

2.4. Financement de l'Offre

L'Offre sera financée par l'Initiateur sur ses fonds propres.

2.5. Accords Connexes

L'Opération est encadrée principalement par :

- le contrat d'acquisition (*Share Purchase Agreement*) et son avenant (*Amendment Agreement to the Share Purchase Agreement*) en date du 17 janvier 2018 régissant la Cession de Bloc (§ 2.2.1.1) ;
- l'accord concernant le *management* (*management compensation*) du 30 novembre 2017 et son avenant (*amendment n°1*) en date du 12 décembre 2017 ;
- des accords de liquidité conclus avec les bénéficiaires d'Actions Gratuites.

Ces accords sont décrits et analysés *infra* (§ 6). Nous retenons en substance que les seuls accords conclus par le Cédant en sa qualité d'actionnaire sont liés la Cession de Bloc intervenue le 27 avril 2018.

[30] Droits de vote théoriques afférents aux actions auto-détenues, conformément à l'article 223-11, 2ème alinéa du règlement général de l'AMF.
[31] Actions au nominatif hors TF1 : 23.961 actions + Actions détenues par le public : 434.467 actions.

3. Présentation d'Aufeminin[32]

Nous nous sommes attachés, préalablement à l'évaluation multicritère de l'Action (§ 4), à établir un diagnostic à partir d'informations sectorielles, de marché et financières, afin de dégager les principales forces et faiblesses du Groupe ainsi que les opportunités et menaces auxquelles il est confronté sur son marché[33].

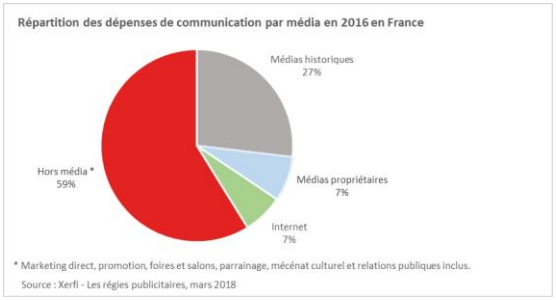
3.1. Caractéristiques du marché de la publicité sur Internet et du e-commerce

3.1.1. Le marché de la publicité sur Internet

Au cours des dernières années, le marché de la vente d'espaces publicitaires a connu une profonde réorganisation pour s'adapter à la révolution numérique. Le digital est désormais au cœur des campagnes de communication des annonceurs, les médias traditionnels étant en recul. Les agences médias cherchent à mettre en avant l'« expérience utilisateur » au centre des préoccupations des annonceurs. En effet, les marques souhaitent maximiser leur visibilité tout en proposant des formats de publicité et des contenus de qualité sur l'ensemble des supports.

Parallèlement à cette mutation, des facteurs externes viennent impacter la croissance des acteurs du secteur, à savoir (i) l'évolution du climat des affaires qui détermine le niveau des dépenses de communication, (ii) la revalorisation tarifaire des annonceurs qui souhaitent optimiser leurs investissements et (iii) la pression concurrentielle.

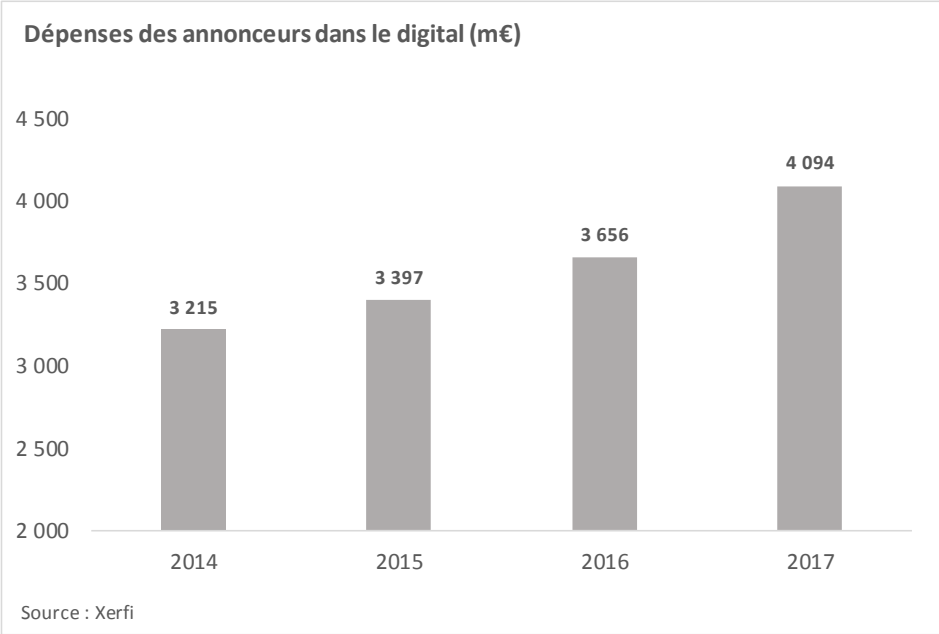
Au titre du premier trimestre 2018, le marché publicitaire français a affiché une croissance de 1,5% à 2,0%[34] sous l'effet des recettes publicitaires issues d'Internet. Hors Internet, les recettes publicitaires ont reculé de 2% en raison d'un climat des affaires plus morose que celui observé fin 2017. Cette évolution s'avère en ligne avec la tendance haussière anticipée par l'IREP[35] au titre de 2018[36].



Ainsi, pour répondre aux attentes des consommateurs, les annonceurs privilégient le digital et les médias propriétaires[37]. À titre d'exemple, les dépenses des annonceurs dans le digital en France ont progressé de 11% pour atteindre 4,1 Md€ en 2017[38].

---

[32] Principales sources d'informations : entretiens avec la Direction ; Rapports financiers annuels 2015 à 2017 ; Références bibliographiques répertoriées en **annexe 4**.
[33] L'analyse est résumée à la fin de cette partie du Rapport sous la forme d'une matrice *Swot* (§ 3.6).
[34] Source : Communiqué BUMP (Baromètre Unifié du Marché Publicitaire) – Résultats du marché publicitaire au 1er trimestre 2018 (25 mai 2018).
[35] Institut de Recherches et d'Études Publicitaires.
[36] Pour mémoire, l'IREP annonçait une croissance de 2% lors de sa précédente étude. Source : communiqué BUMP - Le marché publicitaire 2017 (13 mars 2018).
[37] Correspondant au *owned media*, notamment à la création d'applications et le *brand publishing*.
[38] Source : Etude Xerfi - Les régies publicitaires (mars 2018).



Dans le domaine du digital, divers types de formats sont utilisés :

- le *Direct Media* qui intègre :
  - le *standard media* : vente d'espaces publicitaires sur un site Internet, notamment par le biais des bannières publicitaires. Au cours des dernières années, ce mode de communication a largement perdu en attractivité pour les annonceurs, du fait de la montée en puissance du « programmatique » tel que défini ci-après ;
  - le *native advertising* : contenu en ligne sponsorisé d'apparence éditoriale qui s'intègre à la forme du support. Ayant connu un grand succès auprès des annonceurs, cette forme de publicité est en phase de déclin ;
  - le *social advertising* : monétisation de l'audience sur les réseaux sociaux[39] qui connaissent une forte progression[40], permettant aux annonceurs de cibler avec précision les consommateurs potentiels ;
  - la création d'applications et le *brand publishing* : production de contenu publicitaire spécialisé, dédié à un annonceur et adapté à son offre. Ces formats de communication « sur-mesure » séduisent les annonceurs et constituent un réel relais de croissance pour les agences médias ;

[39] Facebook, Instagram, Snapchat.
[40] En France, ce segment a connu une croissance de 62% au premier trimestre 2018 (dans le prolongement d'une croissance de 48% en 2017) - Source : Bilan 1er semestre 2018 de l'observatoire de l'e-pub, présenté par le SRI et réalisé par PwC, 20ème édition (juillet 2018).

- l'activité de programmatique est la vente en temps réel d'espaces publicitaires *via* une mise en relation automatique entre acheteurs et vendeurs. Ce secteur originellement plus mature aux États-Unis tend à se développer fortement en Europe. À titre d'exemple en 2016, ce nouveau modèle a enregistré une progression de 42,7% pour atteindre près de 8 Md€[41], dont 901 M€ en France[42]. Pour répondre à ces nouvelles demandes, des agences médias ont créé des plateformes d'*header bidding* qui leur permettent d'offrir aux enchères des impressions publicitaires digitales à un plus grand nombre d'acheteurs potentiels. Cette mise en concurrence favorise l'optimisation des revenus des éditeurs tout en permettant aux annonceurs de mieux cibler leurs achats[43].

Face à ces différents enjeux, les agences et groupes médias devront poursuivre, au cours des prochaines années, (i) la diversification de leurs activités pour enrichir leurs offres, (ii) la réalisation d'opérations de croissance externe afin d'atteindre une taille critique et (iii) le développement de leurs activités à l'international pour bénéficier de nouveaux relais de croissance.

3.1.2. Le marché du e-commerce

L'e-commerce a vu le jour avec l'émergence d'Internet et n'a cessé de croître en lien avec le développement des supports mobiles (smartphones et tablettes). En France, où le Groupe réalise la majeure partie de cette activité, les achats par Internet totalisaient plus de 80 Md€ en 2017, faisant de ce pays le troisième marché e-commerce en Europe et le cinquième au niveau mondial[44]. Par ailleurs, fin 2017, la France comptait près de 600.000 abonnés à des *boxes*, avec une clientèle composée à 77% de femmes, dont 52% âgées de 25 à 34 ans[45].

La diversité de l'offre et la naissance de nouveaux concepts de vente en ligne expliquent en partie le dynamisme et la croissance du marché.

Le Groupe a axé son activité e-commerce sur les *boxes* par abonnement, qui se sont développées depuis 2010 aux États-Unis et dès 2011 en France. Proposant au départ des produits cosmétiques, le marché s'est depuis largement diversifié. Aujourd'hui, il existe en France plus de 300 offres de *boxes* dans les domaines de la beauté, de la gastronomie, du *design*, de la mode, des animaux de compagnie et du cinéma[46].

3.2. Positionnement d'Aufeminin sur son secteur

Fondé en 1999, Aufeminin est un Groupe média français spécialisé dans la publication de contenus pour femmes dans les domaines de la mode, de la cuisine, du divertissement, de la parentalité, de la beauté et du *lifestyle*. Le Groupe génère des revenus provenant, d'une part, de la publicité sur Internet et, d'autre part, des ventes e-commerce (§ 3.1.2).

---

[41] Source : Etude European Programmatic Market Sizing de l'IAB (Interactive Advertising Bureau) Europe et HIS Markit (septembre 2017).

[42] Elle devrait représenter près de 72% du marché du *digital advertising* en 2021 – Source : Statista. https://fr.statista.com/perspective/outlook/216/136/digital-advertising/france#market-revenueYearDesktopMobiler

[43] En lien avec la mise en place de dispositifs *adlock*.

[44] Source : Etude Xerfi – Le e-commerce grand public (octobre 2017).

[45] Source : Ziqy, « Le petit livre blanc de la box par abonnement : comportement d'achat (2/3) » (30 janvier 2018). https://ziqy.co/tendances/livre-blanc-box-abonnement-comportement-achat/

[46] Source : BPI, « Le marché florissant des « box » mensuelles » (23 mai 2017). http://www.bpifrance.fr/A-la-une/Actualites/Le-marche-florissant-des-box-mensuelles-28234

Le Groupe s'est imposé comme un acteur prépondérant sur son marché, notamment par sa volonté de créer une communauté engagée. Ainsi :

- au printemps 2016, le site Aufeminin.com a été élu « site féminin préféré des français », et a reçu le « Label d'excellence » pour le niveau d' « expérience utilisateur » de son site Internet ;

- à l'automne 2017, il a été élu « site parental préféré des français »[47].

Depuis sa création, le Groupe s'est engagé dans une politique de diversification importante pour se démarquer de ses concurrents et optimiser son audience. La stratégie d'internationalisation du Groupe dans les pays anglophones lui a permis de se positionner sur un marché « *premium* ».

Les marques d'Aufeminin sont présentes dans une vingtaine de pays en Europe, au Maghreb, en Amérique du Nord, en Amérique Latine et en Asie. Depuis 2015, le Groupe réalise environ 50% de son chiffre d'affaires à l'étranger.

À l'instar de la tendance observée sur le marché, le Groupe doit faire face au recul de ses activités, dites traditionnelles, principalement le *Standard Media*.

Pour remédier à cette tendance, le Groupe s'est notamment positionné sur les activités de *Programmatic & Content Marketing*, d'*e-commerce*, de *brand publishing* et d'influence.

Cette anticipation explique les opérations de croissance externe menées par le Groupe au cours des dernières années avec notamment :

- l'acquisition de My Little Paris en 2013 :
  - cette opération a permis au Groupe de conforter ses activités dans les domaines du *Direct Media* tout en développant l'activité de *boxes* par abonnement, My Little Paris étant l'un des pionniers de cette activité en France avec une position de *leader*. Sur ce segment, le Groupe se démarque par la qualité des produits proposés et par l'« expérience utilisateur ». Le Groupe a ainsi fait évoluer son offre sur l'activité transactionnelle en proposant la vente de bijoux, de cosmétiques et d'accessoires ;
  - Aufeminin a parallèlement profité de la réussite de My Little Paris pour lancer ses propres marques de *box*, avec notamment *Beautiful*[48] et *Gretel*[49], qui, outre la contribution supplémentaire au résultat du Groupe, participent à la réalisation de l'objectif de fidélisation de la communauté, et vend aujourd'hui près de 200.000 *boxes* par an ;

- le rachat de Livingly Media en 2015 :
  - l'acquisition de Livingly Media[50] a positionné le Groupe sur l'activité de programmatique qui, avec de fortes perspectives de progression, constitue un relais de croissance (§ 3.1.1) ;

[47] Classements NetObserver printemps 2016 et automne 2017.
[48] Commercialisation de produits cosmétiques.
[49] Commercialisation d'encas *healthy*.
[50] L'acquisition de Livingly Media est assortie d'un complément de prix.

- le Groupe a notamment développé sa propre plateforme de *trading desk* qui lui procure, selon la Direction, un avantage concurrentiel notable. Cette plateforme vise à augmenter le prix de base des enchères sur les plateformes RTB[51] et à vendre les espaces publicitaires disponibles à un prix plus compétitif. L'activité programmatique est aujourd'hui essentiellement réalisée aux États-Unis par le biais de Livingly Media, mais le Groupe devrait rapidement bénéficier d'une montée en puissance sur ses autres marchés. En 2017, l'activité de programmatique a connu un taux de croissance significatif.

3.3. Opérations de croissance externe intervenues en 2018

3.3.1. My Little Paris

Dans le cadre d'une transaction avec divers actionnaires minoritaires en date du 27 avril 2018, la Société a porté sa participation dans le capital de My Little Paris à 100%.

Cette opération s'inscrit dans le prolongement de la montée progressive au capital de My Little Paris (« **MLP** ») débutée en 2013[52] suivie de l'établissement d'un pacte d'actionnaires en 2014[53] contenant, notamment, des promesses d'achat et de vente « *MLP Exit Put and Call Options* » sur le solde des actions My Little Paris[54].

Le 19 octobre 2017, un contrat a été conclu afin de procéder à la cession de 67% du solde du capital de la société encore détenu par les minoritaires, soit 14.104 actions My Little Paris. Ainsi, la Société détenait 91,3% du capital My Little Paris[55] au 31 décembre 2017.

Le 13 décembre 2017, le Groupe a signé un *Exit Term Sheet* avec les associés minoritaires de My Little Paris dans le but d'organiser la cession du solde de leurs actions représentant 8,7% du capital, soit 6.946 actions. Cette cession s'est concrétisée par la signature le 27 avril 2018 d'un *Share Purchase Agreement* faisant ressortir un prix de vente de ces actions d'environ 14,4 M€[56].

Par ailleurs, depuis l'entrée d'Aufeminin au capital My Little Paris, différents instruments ont été émis[57] au bénéfice des salariés et dirigeants de My Little Paris.

Au 30 juin 2018, il subsiste des bons de souscription de parts de créateur d'entreprise (BSPCE 2015) et des *stock-options* (SOP Japan). Pour nos évaluations, nous avons intégré l'impact attendu de ces instruments qui est reflété dans le PMT de l'Offre.

---

[51] Le *Real Time Bidding* est une enchère en temps réel.
[52] La Société a acquis une participation majoritaire du capital de My Little Paris le 20 novembre 2013.
[53] *Shareholder Agreement* en date du 9 janvier 2014 amendé depuis lors.
[54] Avec une rémunération en numéraire ou en titres de la Société.
[55] Dans le cadre de cette transaction, le *Shareholder Agreement* a fait l'objet d'un avenant prévoyant une formule de détermination du prix de rachat du solde des titres détenus par les minoritaires. Néanmoins, cette formule de prix n'a pas été retenue pour l'opération du 27 avril 2018 afin de tenir compte d'une partie de la perte théorique induite par l'abandon de l'option du paiement en actions Aufeminin. L'Offre Initiale, intervenue peu de temps après cette transaction, leur aurait effectivement permis de bénéficier de la prime offerte par l'Initiateur sur le cours de l'Action.
[56] Payé en numéraire après négociation de l'abandon de l'option de paiement en actions.
[57] BSPCE 2014, BSPCE 2015 et SOP Japan.

3.3.2. Ykone

Aux termes d'un contrat conclu le 26 avril 2018, la Société a acquis une participation de 73,52% dans le capital d'Ykone, devant être portée à 75% au cours du deuxième semestre 2018.

L'acquisition d'Ykone, spécialisée dans le marketing d'influence, s'inscrit dans la politique de recherche de relais de croissance.

Un mécanisme de promesse d'achat et de vente permettant à Aufeminin une montée progressive au capital d'Ykone jusqu'à atteindre 100% a également été mis en place.

Pour nos évaluations, nous avons intégré l'impact de cette transaction, en termes d'activité, de rentabilité et d'investissement, ainsi que l'effet de la montée progressive au capital d'Ykone.

3.3.3. Magnetism

Le 15 juin 2018, la Société a créé Magnetism, agence de communication spécialisée dans la publicité et la stratégie digitale cofondée auprès de deux personnes physiques.

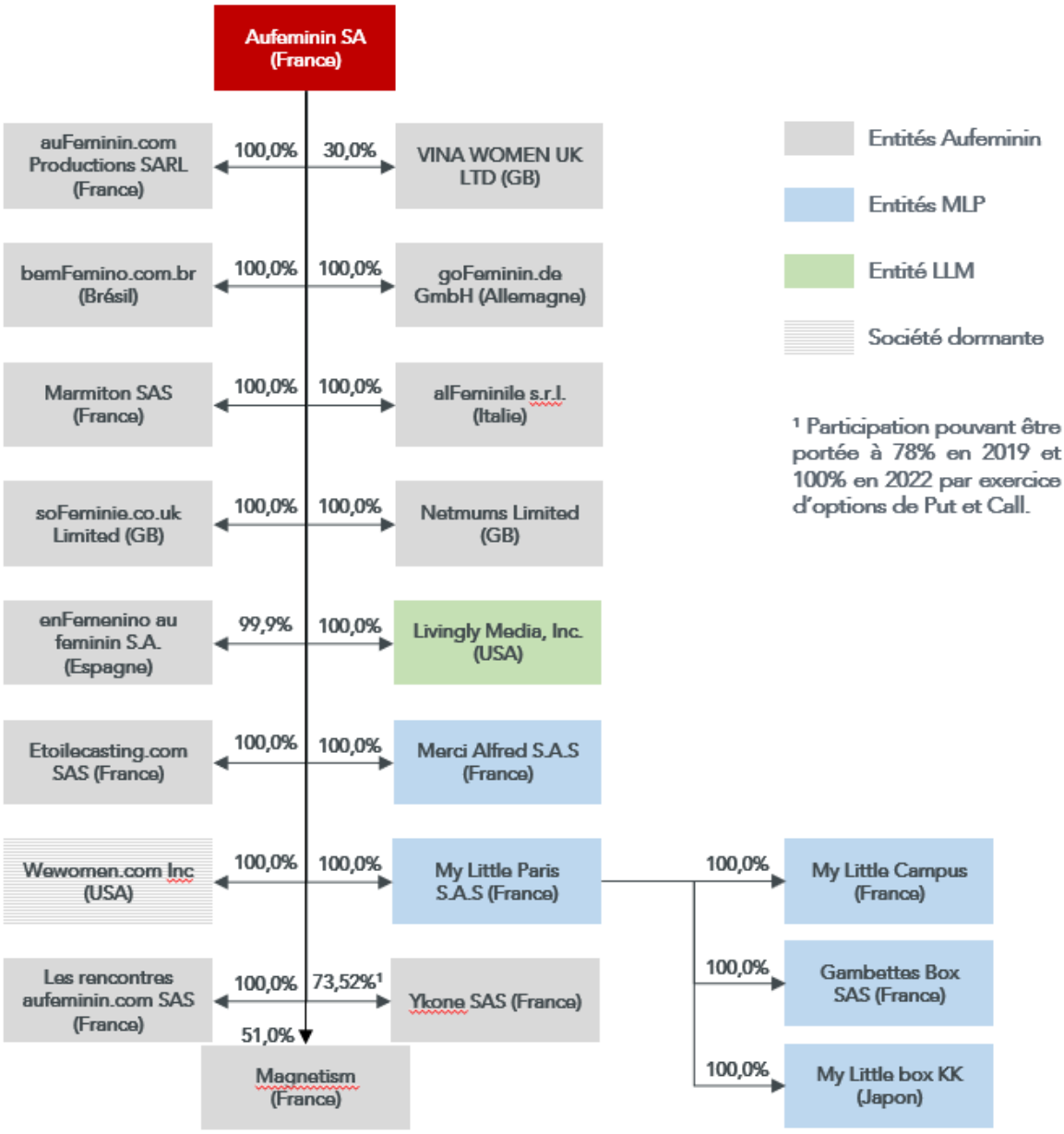
Aufeminin détient 51% du capital de Magnetism et anticipe de racheter le solde des actions composant le capital de cette filiale en 2022.

Lorsque cela s'avérait nécessaire[58], nous avons intégré dans nos analyses l'impact sur la valeur de l'Action de l'activité de Magnetism et de la montée d'Aufeminin à son capital.

[58] En l'occurrence dans le cadre de la mise en œuvre de la valorisation intrinsèque pour laquelle les impacts ont été intégrés dans les flux de trésorerie sous-tendant la valorisation en DCF.

3.3.4. Organigramme du Groupe et répartition de ses activités

À ce jour, l'organigramme du Groupe est le suivant :



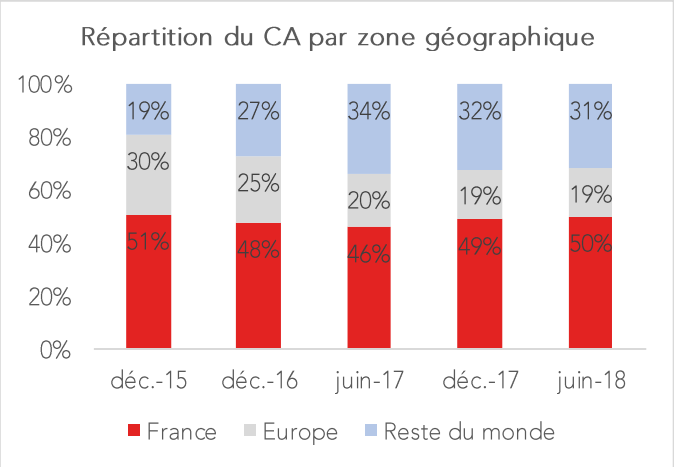
Les activités du Groupe s'articulent autour de trois sous-groupes (Aufeminin, My Little Paris et Livingly Media) qui diffusent les marques du Groupe dans plus de 20 pays. Le Groupe poursuit le développement de son offre éditoriale par la mise en place d'une stratégie commerciale reposant sur trois piliers :

- le *Programmatic & Content Marketing (« CM »)* : augmenter les audiences de chaque plateforme pour accroître les volumes d'inventaires publicitaires rendus disponibles à tous les acheteurs possibles et maximiser ainsi la valeur de chaque espace publicitaire ;

- le *Transactional* / e-commerce : fidéliser les clients du Groupe grâce à la force de vente des produits proposés, « l'expérience » utilisateur et le contenu éditorial qui leur est attaché ;

- le *Direct Media* : favoriser la monétisation de la communauté engagée autour de nouvelles offres complètes proposées aux annonceurs. Ces offres incluent notamment l'influence, le *brand publishing* et le *social advertising*, et non plus des offres morcelées. Le *Direct Media* restera un soutien nécessaire à la vente d'opérations plus globales. L'acquisition récente d'Ykone renforce le développement de la Société dans le marketing d'influence.

L'évolution de la composition du chiffre d'affaires consolidé de la Société entre ces trois piliers, sur les derniers exercices, traduit la politique de recherche de relais de croissance visant à pallier la décroissance des métiers traditionnels du *Direct Media*.



3.4. Facteurs historiques de croissance et de développement d'Aufeminin[59]

Le développement du Groupe est le résultat d'opérations de croissance externe, qui mettent en exergue une volonté d'expansion à l'échelle internationale et de recherche de relais de croissance :

- 1999 : lancement du site aufeminin.com qui propose une offre éditoriale et communautaire à destination des femmes ;

- 2000 : introduction en bourse sur le marché Euronext Paris – Compartiment B ;

- 2006 : acquisition par Aufeminin de Marmiton, premier site Internet culinaire français et lancement d'AdServer, logiciel de gestion de campagnes publicitaires sur Internet ;

- 2007 : prise de participation majoritaire d'Axel Springer dans le capital d'Aufeminin ;

[59] Source : Rapports financiers annuels (2015 à 2017) et semestriels (2016, 2017 et 2018), communiqués de presse de la Société.

- 2008 : acquisition par Aufeminin de la société allemande Onmeda, site Internet spécialisé sur la santé, le bien-être et l'innovation ;
- 2010 : nomination de Marie-Laure Sauty de Chalon à la présidence du Groupe ;
- 2011 : acquisition par Aufeminin de la société anglaise Netmums, premier site parental en Grande-Bretagne ;
- 2012 : acquisition par Aufeminin de la société française Etoile Casting, site Internet de mise en relation d'artistes et de professionnels dans le cadre d'organisation de *castings* ;
- 2013 : prise de participation majoritaire d'Aufeminin dans la société My Little Paris, site spécialisé dans l'édition de contenu et la vente de *box lifestyle*. Cette acquisition s'est inscrite dans la stratégie de diversification du Groupe dans l'e-commerce ;
- 2015 : acquisition par Aufeminin de la totalité du capital de la société américaine Livingly Media, éditeur de contenu média aux États-Unis. Ce rapprochement a permis au Groupe de diversifier ses revenus dans le *Programmatic & Content Marketing* ;
- 2015 : cession de 100% de la filiale SmartAdServer au fonds de capital-investissement Cathay Capital ;
- 2015 : lancement par Aufeminin de la *box* beauté *Beautiful Box* en France et en Belgique ;
- 2016 : lancement par Aufeminin de la *Gretel box* qui propose des en-cas *healthy* 100% personnalisables ;
- 2017 : renforcement d'Aufeminin dans le capital de My Little Paris auprès des fondateurs, portant sa participation à 91,3% ;
- 2018 : renforcement d'Aufeminin dans le capital de My Little Paris auprès des fondateurs, portant sa participation à 100% ;
- 2018 : prise d'une participation majoritaire (75% du capital) dans la société Ykone spécialisée dans le marketing d'influence ;
- 2018 : création de l'agence de communication Magnetism spécialisée dans la publicité et la stratégie digitale ;
- 2018 : prise de contrôle du capital d'Aufeminin par TF1.

3.5. Analyse historique de la performance d'Aufeminin[60]

3.5.1. Analyse de l'activité et de la rentabilité

Au regard de l'information consolidée, l'activité et la profitabilité d'Aufeminin, exprimées en Excédent Brut d'Exploitation (EBITDA[61]) ou Résultat Opérationnel Courant (EBIT[62]), ont connu l'évolution suivante depuis 2015 :

Compte de résultat synthétique					
k€	déc.-15	déc.-16	déc.-17	juin-17	juin-18
Chiffre d'affaires	**93 036**	**106 984**	**113 482**	**53 678**	**56 989**
Variation	*27%*	*15%*	*6%*		*6%*
Charges d'exploitation décaissables	(69 545)	(82 321)	(92 218)	(44 847)	(50 079)
EBITDA	**23 491**	**24 663**	**21 264**	**8 831**	**6 910**
% chiffre d'affaires	*25%*	*23%*	*19%*	*16%*	*12%*
Dotation aux amortissements	(3 473)	(4 284)	(4 926)	(2 415)	(2 417)
Dotation aux provisions	(1 694)	759	(689)	5	(4)
Autres charges et produits opérationnels non courai	22 218	(3 429)	(3 598)	(877)	(1 831)
EBIT	**40 542**	**17 709**	**12 051**	**5 544**	**2 657**
% chiffre d'affaires	*44%*	*17%*	*11%*	*10%*	*5%*
Résultat financier	226	(68)	(67)	(390)	215
Résultat des societés mises en équivalence	(143)	-	-	-	-
Résultat net des activités cédées	869	(26)	29	29	-
(Charges) / Produits d'impôts différés	1 071	1 321	4 340	515	963
Impôt société	(7 839)	(6 926)	(5 065)	(2 392)	(2 133)
Résultat net consolidé	**34 726**	**12 010**	**11 288**	**3 306**	**1 702**
Résultat net hors-groupe	(907)	(966)	(229)	(297)	26
Résultat net - part du groupe	**33 819**	**11 044**	**11 059**	**3 009**	**1 728**
% chiffre d'affaires	*36%*	*10%*	*10%*	*6%*	*3%*

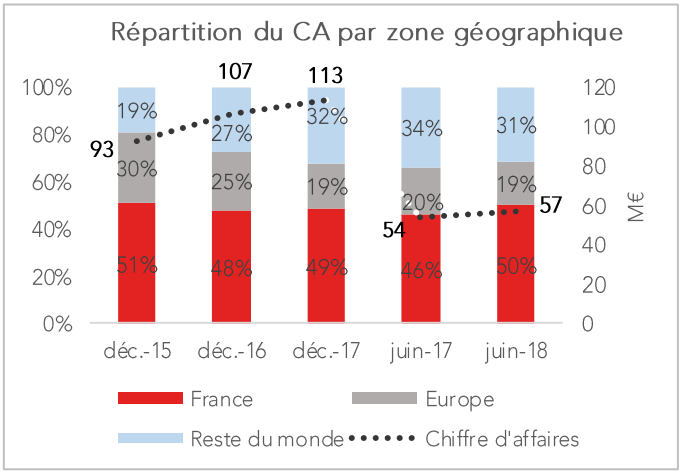
Les évolutions au 30 juin 2018 sont à comparer au 30 juin 2017.

Source : Aufeminin

3.5.1.1. Chiffre d'affaires

Depuis 2015, le Groupe a enregistré une croissance soutenue, avec une augmentation annuelle moyenne de 16% de son chiffre d'affaires, qui traduit le succès de sa transformation vers des secteurs porteurs, notamment le programmatique et le e-commerce, pour contrer la dégradation des métiers historique du *Direct Media*.

[60] Source : Rapports financiers annuels d'Aufeminin (2015 à 2017) et semestriels (2017 et 2018).
[61] Excédent Brut d'Exploitation (EBE) assimilé en l'occurrence à *Earnings Before Interest Taxes Depreciation & Amortization* (EBITDA).
[62] Résultat opérationnel courant (ROC) ou Résultat d'exploitation (REX) ou *Earnings Before Interests & Taxes* (EBIT).



Sur la période 2015 – 2017, les activités du Groupe ont été impactées par :

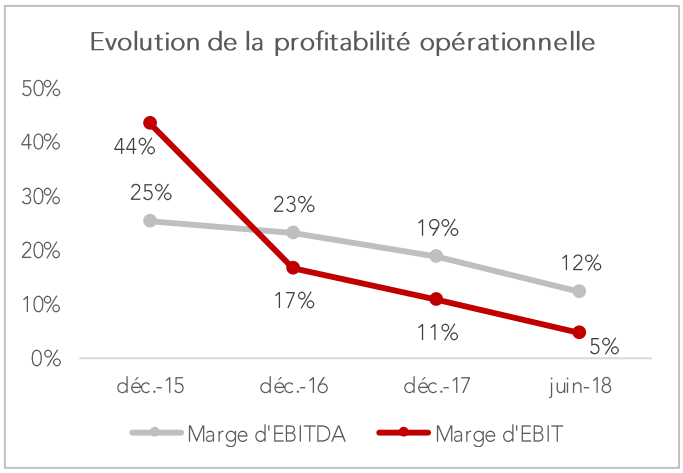
- la dégradation du *Direct Media* touché par la baisse du *Standard Media* (*display*) mais également par le *native advertising* dans une moindre mesure ;
- la montée en cadence principalement des activités de *brand publishing* et de *Programmatic & Content marketing* ;
- le développement de l'activité *Transactional*, grâce au succès des *boxes* par abonnement ;
- un effet d'accroissement de périmètre au travers d'une opération de croissance externe et de l'internationalisation du Groupe.

Au premier semestre 2018, Aufeminin affiche un chiffre d'affaires en progression de 6% à 57 M€[63] *versus* 54 M€ au premier semestre 2017, sous l'effet de :

- la montée en puissance des activités *Programmatic & Content marketing* en Europe, avec un démarrage initié en avril 2018 en Allemagne. Cette évolution a notamment permis de contenir l'impact négatif du change constaté sur Livingly Media aux États-Unis ;
- la poursuite du développement de l'activité *Transactional* illustrée par le lancement de nouveaux produits ;
- l'intégration d'Ykone qui devrait atténuer la baisse du *Direct Media* en 2018.

[63] +9,9% à taux constants.

3.5.1.2. Profitabilité opérationnelle



Malgré la croissance soutenue de son activité, le Groupe a été confronté à une baisse de 6 points du niveau de sa marge d'EBITDA sur la période 2015 - 2017, en raison de :

- la baisse de la contribution du *Direct media* au chiffre d'affaires du Groupe, qui présentait une marge significativement supérieure à celle des autres activités ;
- la hausse des charges opérationnelles liées aux coûts directs des activités de *Programmatic & Content Marketing* et de *transactionnal*.

En revanche, les charges de personnel sont restées stables sur cette période, malgré le renforcement des moyens alloués sur les nouveaux métiers.

La marge d'EBIT est calculée après incidence de l'ensemble des charges opérationnelles non récurrentes sur chaque exercice. La forte dégradation de la marge d'EBIT sur la période 2015 - 2017 s'explique par :

- la comptabilisation d'un produit non récurrent en 2015 avec la cession de la filiale *SmartAdServer* ;
- la rationalisation du niveau d'amortissements et de dotations aux provisions après prise en compte des provisions sur les créances douteuses et des dépréciations de stocks ;
- l'augmentation des charges opérationnelles non courantes attachées aux opérations de croissance externe.

Au premier semestre 2018, la tendance de fond décrite ci-dessus sur des bases annuelles s'est poursuivie avec des marges opérationnelles et de rentabilité en recul à respectivement 12,1% (*versus* 16,5% au premier semestre 2017) et 4,7% (*versus* 10,3% au premier semestre 2017).

3.5.2. Structure bilancielle

Depuis 2015, la structure bilancielle d'Aufeminin a évolué comme suit[64] :

Bilan synthétique				
k€	déc.-15	déc.-16	déc.-17	juin-18
Immobilisations incorporelles	82 289	80 260	75 325	92 989
Immobilisations corporelles	956	1 019	1 083	1 117
Immobilisations financières	475	667	771	2 186
BFR	16 001	13 674	14 757	12 772
Actif économique	**99 721**	**95 620**	**91 936**	**109 064**
Trésorerie et équivalents de trésorerie	63 212	78 644	66 177	53 669
Dettes financières (part non courant)	(9 853)	(36 425)	(15 495)	(17 412)
Dettes financières (part courant)	(461)	(981)	(2 192)	(149)
Trésorerie nette comptable	**52 898**	**41 238**	**48 490**	**36 108**
Provisions pour risques (litiges)	(82)	(109)	(502)	(584)
Provisions pour charges (engagements de retraite)	(66)	(104)	(137)	(230)
Provisions risques et charges	**(148)**	**(213)**	**(639)**	**(814)**
Impôts différés	**(7 543)**	**(6 099)**	**(1 791)**	**(778)**
Participations ne donnant pas le contrôle	-	-	-	
Actif net comptable	**144 928**	**130 546**	**137 996**	**143 580**
Nombre moyen d'actions retenu pour la détermination du résultat dilué	9 627 000	9 731 000	9 639 000	9 609 000
€ / action	**15,1 €**	**13,4 €**	**14,3 €**	**14,9 €**

Source : Aufeminin

3.5.2.1. Immobilisations incorporelles

Les immobilisations incorporelles sont constituées (i) des écarts d'acquisitions, (ii) des marques et relations clients et (iii) des coûts capitalisés au titre du développement des plateformes par le Groupe.

L'importance des écarts d'acquisition, des marques et des autres actifs incorporels est à relier aux opérations de croissance externe menées par le Groupe depuis sa création.

Au premier semestre 2018, l'acquisition de la société Ykone et la création de Magnetism sont les principaux facteurs d'évolution des immobilisations incorporelles (§ 3.3.2 et § 3.3.3).

3.5.2.2. Immobilisations corporelles

La faible intensité capitalistique inhérente aux activités du Groupe est reflétée par le poids marginal des immobilisations corporelles dans l'actif économique.

[64] Le nombre moyen d'actions retenu pour la détermination du résultat dilué par Action à fin 2016 et 2017 ainsi qu'au 30 juin 2018 est issu du Rapport Financier Annuel 2017, p. 129 et du Rapport Financier Semestriel 2018, p. 7.

3.5.2.3. Immobilisations financières

Les immobilisations financières sont constituées pour l'essentiel (i) des dépôts et cautionnements correspondant aux sommes versées au bailleur sur le contrat de location immobilière et (ii) de la participation mise en équivalence dans la société Vina Woman UK qui n'a plus d'activité opérationnelle à ce jour.

Au 30 juin 2018, le poste dépôts et cautionnements enregistre, en outre, un montant de 1,52 M€ relatif à un dépôt lié aux transactions de e-commerce. Dans notre évaluation multicritère (§ 4) ce dépôt a été intégré dans la trésorerie du fait de son caractère temporaire[65] (§ 4.1.4.1 et § 4.1.4.2).

3.5.2.4. Besoin en Fonds de Roulement

BFR				
k€	déc.-15	déc.-16	déc.-17	juin-18
Chiffre d'affaires	**93 036**	**106 984**	**113 482**	**56 989***
Stocks	1 958	2 453	3 568	4 068
Clients	33 567	32 852	30 468	29 539
Fournisseurs	(9 777)	(11 984)	(10 664)	(16 321)
BFR d'exploitation	**25 748**	**23 321**	**23 372**	**17 286**
en % du CA	*28%*	*22%*	*21%*	*13%*
en jours de CA	*101*	*80*	*75*	*46*
Créances sociales et fiscales	2 332	5 104	5 943	8 075
Autres créances (charges constatées d'avance et autres actifs courants)	2 613	1 384	1 320	7 140
Dettes fiscales et sociales	(12 284)	(13 339)	(13 712)	(13 811)
Produits constatés d'avance	(2 408)	(2 796)	(2 166)	(5 918)
BFR hors exploitation	**(9 747)**	**(9 647)**	**(8 615)**	**(4 514)**
en % du CA	*-10%*	*-9%*	*-8%*	*-3%*
en jours de CA	*-38*	*-33*	*-28*	*-12*
BFR	**16 001**	**13 674**	**14 757**	**12 772**
BFR (en % du chiffre d'affaires)	***17%***	***13%***	***13%***	***9%***
BFR (en jours de chiffre d'affaires)	***63***	***47***	***47***	***34***

* Le BFR en pourcentage et en jours de chiffre d'affaires a été calculé au 30 juin 2018 sur la base du chiffre d'affaires annuel 2018e.

Source : Aufeminin

L'amélioration du niveau de Besoin en Fonds de Roulement (BFR) du Groupe, observée ces dernières années, s'explique principalement par la politique de gestion des créances clients mise en place en 2015.

Au 30 juin 2018, le BFR représentait 9% du chiffre d'affaires annualisé, en retrait par rapport aux soldes antérieurs du fait de (i) la saisonnalité de l'activité, et (ii) la hausse du solde des dettes fournisseurs en lien avec l'acquisition d'Ykone et la croissance d'activité.

La Direction anticipe néanmoins un niveau de BFR à fin 2018 en ligne avec celui observé en 2017, de l'ordre de 47 jours de chiffre d'affaires.

[65] La Direction nous a précisé que le dépôt lié aux transactions de e-commerce avait été levé début juillet 2018.

3.5.2.5. Trésorerie et équivalents trésorerie

L'évolution de la trésorerie sur le premier semestre 2018 résulte des opérations de croissance externe menées durant cette période :

- le rachat du solde du capital de My Little Paris (§ 3.3.1) ;
- la prise de participation au capital d'Ykone (§ 3.3.2).

Dans nos travaux d'évaluation, la trésorerie comptable a été corrigée :

- d'un montant de 1,52 M€ correspondant à un dépôt lié aux transactions de e-commerce qui a été levé début juillet 2018 (§ 3.5.2.3) ;
- de l'augmentation de capital de 5,4 M€[66], résultant de l'exercice des *stock-options* par les salariés du Groupe dont l'encaissement est intervenu début juillet 2018 (§ 2.2.2).

3.5.2.6. Provisions pour risques et charges

Les provisions pour risques et charges sont constituées des provisions pour retraites et pour litiges de nature commerciale.

3.5.2.7. Engagements hors bilan

Les engagements hors bilan, qui portent sur des contrats de location, ne sont pas de nature à influer sur la valorisation de l'Action.

[66] Augmentation de capital assortie d'une prime d'émission, comptabilisée en date du 30 juin 2018.

3.6. Synthèse

En synthèse, la matrice *Swot*, ci-après, résume les forces et les faiblesses du Groupe, ainsi que les menaces et les opportunités auxquelles il est confronté sur son marché, et permet d'établir une transition avec l'évaluation de l'Action (§ 4).

Forces	Faiblesses
- Position de *leader* en France sur le marché du *publishing* en ligne et des *boxes* par abonnement - Opérations de croissance externe stratégiques qui permettent au Groupe de bénéficier d'un positionnement avant-gardiste par rapport à ses concurrents - Forte présence à l'international - Communauté engagée autour des marques Auféminin grâce (i) à la force de vente des produits proposés et (ii) au contenu éditorial qui leur est attaché	- Perte de vitesse des activités historiques du Groupe due à la mutation du marché - Dégradation des marges liée au lancement des nouvelles activités présentant des marges réduites par rapport aux activités historiques - Forte concurrence des géants du web sur l'ensemble des activités du Groupe
Opportunités	**Menaces**
- Développement potentiel de relais de croissance, notamment dans le domaine du e-commerce - Forte fréquentation des réseaux sociaux, portant la croissance de la publicité sur ces réseaux - Développement de fonctionnalités de vente en ligne pour les marques sur les réseaux sociaux tels que Facebook, Instagram et Snapchat - Internationalisation des agences médias, opportunités de croissance en Asie et en Amérique Latine - Diversification des activités publicitaires autour de la technologie	- Dépendance aux réseaux sociaux et aux divers algorithmes des acteurs du marché publicitaire digital - Dépenses de communication des annonceurs dépendant fortement de l'évolution de l'activité économique - Réticence croissante des consommateurs à la surexposition publicitaire et utilisation grandissante des dispositifs d'*adblock* - Activité susceptible d'évoluer rapidement nécessitant une capacité d'adaptation des acteurs du marché

4. Évaluation de l'Action

Nous avons mis en œuvre une évaluation multicritère de l'Action, dont nous exposons, ci-après, les différents volets, en présentant successivement :

- les données structurantes (§ 4.1) ;
- les méthodes de valorisation que nous avons écartées (§ 4.2) ;
- les transactions récentes réalisées sur le capital d'Aufeminin (§ 4.3) ;
- la référence au cours de bourse (§ 4.4) ;
- la méthode de valorisation par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie, qui nous est apparue la plus pertinente pour évaluer l'Action (§ 4.5) ;
- l'approche patrimoniale et les approches analogiques mises en œuvre à titre de recoupement (§ 4.6) ;
- en synthèse, le récapitulatif de l'évaluation de l'Action et les primes extériorisées par le Prix d'Offre sur l'ensemble des méthodes de valorisation que nous avons mises en œuvre (§ 4.7) ;
- une analyse des synergies attendues par TF1 au titre de la réalisation de l'Opération (§ 4.8).

4.1. Données structurantes de l'évaluation

4.1.1. Référentiel comptable

Aufeminin établit ses comptes consolidés selon le référentiel des normes comptables internationales (IFRS).

Les comptes consolidés au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2017 ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes[67] ; par ailleurs, sur la base de leur examen limité de l'information financière semestrielle au 30 juin 2018, ces derniers n'ont pas relevé d'anomalies significatives de nature à remettre en cause la conformité des comptes semestriels consolidés résumés avec la norme IAS 34 relative à l'information financière intermédiaire.

4.1.2. Date d'évaluation

L'évaluation de l'Action a été réalisée au 30 juin 2018 sur la base des comptes consolidés semestriels.

Les références au cours de bourse de l'Action sont celles :

- du **8 décembre 2017**, dernière date de cotation avant les rumeurs annonçant l'Offre Initiale ; et
- du **7 septembre 2018**, dernière date de cotation avant l'annonce de l'Offre.

[67] Mazars et Ernst & Young Audit.

Une analyse du cours de bourse de l'Action a été menée entre la date de clôture de l'Offre Initiale et l'annonce de l'OPR-RO.

Les paramètres financiers tels que la capitalisation boursière des comparables (§ 4.6.3.1) et le taux d'actualisation des flux de trésorerie issus du PMT de l'Offre (§ 4.5.2) ont été arrêtés au **21 septembre 2018**.

4.1.3. Nombre d'actions

Le nombre total d'actions sur une base diluée que nous avons pris en compte pour la valorisation de l'Action, soit **9.742.885 actions**, intègre les éléments suivants :

- 9.664.885 actions en circulation (§ 2.3) ; et
- 78.000 actions nouvelles issues de l'exercice des Actions Gratuites[68] (§ 2.2.3) :

Nombre d'actions dilué	
21-sept.-18	Nombre
Actions émises	**9 664 885**
Auto-détention	-
Actions gratuites	78 000
AGA 2016	*-*
AGA T1-2017	*30 000*
AGA T4-2017	*48 000*
Nombre d'actions dilué	**9 742 885**

Source : Actionnariat Groupe au 21/09/18

4.1.4. Trésorerie nette

Notre évaluation multicritère de l'Action se fonde sur une trésorerie nette au 30 juin 2018, qui s'intercale entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres du Groupe.

Afin de tenir compte des spécificités des méthodes que nous avons mises en œuvre, nous avons retenu une trésorerie nette différenciée pour chacune d'entre elles.

4.1.4.1. Trésorerie nette en valorisation intrinsèque

La trésorerie nette du Groupe de **60 M€** que nous retenons dans nos travaux de valorisation intrinsèque par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie (§ 4.5) est formée de :

- la trésorerie nette comptable du Groupe au 30 juin 2018 ;

[68] Au regard du PMT de l'Offre, toutes les conditions relatives à l'attribution de ces actions sont respectées sous couvert de la condition de présence.

- majorée de :
  - la valeur du dépôt lié aux transactions de e-commerce de 1,52 M€ encaissé en juillet 2018 (§ 3.5.2.3) ;
  - l'augmentation de capital de 5,4 M€ résultant de l'exercice des *stock-options*, comptabilisée en « *autres créances* » au 30 juin 2018 et encaissée par la Société début juillet 2018 (§ 2.2.2) ;
  - la valeur nette comptable des titres de participations non consolidés[69] ;
  - la valeur bilancielle dans les comptes consolidés d'Aufeminin des titres de Vina Women UK, société sans activité opérationnelle consolidée par mise en équivalence ;
  - la part imputable aux intérêts minoritaires, à l'exception de ceux relatifs à Ykone directement intégrés dans les travaux d'évaluation ;
- minorée :
  - du montant des provisions pour risques et charges réputées décaissables, net d'impôts différés (§ 3.5.2.6).

Trésorerie nette - DCF	
k€	juin-18
Trésorerie et équivalents de trésorerie	53 669
Dettes financières (part courant)	(149)
Trésorerie nette comptable courante	**53 520**
Retraitement transactions e-commerce	**1 520**
Retraitement augmentation de capital	**5 369**
Intérêts minoritaires	**0,45**
Participation par mise en équivalence	141
Titres de participation	16
Titres de participation	**157**
Provisions engagements de retraite	(230)
IDA sur engagements de retraite	77
Engagements de retraite	**(153)**
Provisions pour litiges	(584)
IDA sur provisions pour litiges	195
Autres actifs et passifs	**(389)**
Trésorerie nette - DCF	**60 024**

Source : Aufeminin

Les décaissements liés aux acquisitions progressives des participations (i) dans le capital d'Ykone et (ii) dans le capital de Magnetism ont été pris en compte dans les flux de trésorerie[70] et ne figurent donc pas en retraitement de la trésorerie nette.

[69] Nous avons eu la confirmation par la Direction que la valeur nette comptable de ces participations n'était pas significativement différente de leur valeur réelle.
[70] Pour mémoire, le PMT de l'Offre inclut l'activité générée par Ykone et Magnetism.

4.1.4.2. Trésorerie nette en valorisation analogique

Nous retenons, pour nos travaux de valorisation analogique de l'Action par les comparables transactionnels (§ 4.6.2) et les comparables boursiers (§ 4.6.3), la trésorerie nette comptable du Groupe au 30 juin 2018 en l'ajustant des éléments suivants :

- la valeur du dépôt lié aux transactions de e-commerce de 1,52 M€ au 30 juin 2018 encaissé en juillet 2018 ;
- l'augmentation de capital de 5,4 M€ résultant de l'exercice des *stock-options*, comptabilisée en « *autres créances* » au 30 juin 2018 et encaissée par la Société début juillet 2018 ;
- la part imputable aux intérêts minoritaires, à l'exception de ceux relatifs à Ykone, directement intégrés dans les travaux d'évaluation ;
- la variation de BFR liée à la saisonnalité de l'activité (§ 3.5.2.4) ;
- le montant payé pour l'acquisition de la participation de 73,52% dans le capital d'Ykone (§ 3.3.2).

Trésorerie nette - analogique	
k€	juin-18
Trésorerie et équivalents de trésorerie	53 669
Dettes financières (part courant)	(149)
Trésorerie nette comptable	**53 520**
Retraitement transactions e-commerce	**1 520**
Retraitement augmentation de capital	**5 369**
Intérêts minoritaires	**0,45**
Acquisition minoritaires MLP	**-**
Exercice des options de souscription	**-**
Prix acquisition Ykone (73,5%)	**4 900**
Ajustement de la variation saisonnière de BFR	**(7 354)**
Trésorerie nette - valorisation analogique	**57 955**

Source : Aufeminin

Par rapport à la trésorerie nette – DCF (§ 4.1.4.1) :

- ont été exclus les titres de participation non consolidés, la participation mise en équivalence et les provisions pour risques et charges[71] ;
- le BFR a été ajusté à son niveau normatif ;
- le prix d'acquisition d'Ykone a été ajouté à proportion de 73,5% du capital[72], étant précisé qu'en valorisation intrinsèque la contribution d'Ykone est prise en compte dans les flux de trésorerie.

[71] Pour mémoire, et par référence à nos bases de données, ces postes ne sont pas intégrés dans la dette nette des comparables pour déterminer les multiples de valorisation.
[72] En lien avec le traitement d'Ykone dans l'analyse analogique détaillée ci-après.

En ce qui concerne les sociétés Ykone[73], nous avons considéré :

- pour la valorisation par les comparables boursiers, qu'au regard du caractère récent de la transaction avec Ykone (§ 3.3.2), le prix d'acquisition était représentatif de sa valeur réelle. Dès lors :
  - dans l'approche que nous avons retenue, nous nous sommes référés, pour nos calculs de valeur d'entreprise, à l'EBITDA sans la contribution prévisionnelle d'Ykone, en majorant parallèlement la trésorerie nette du prix d'acquisition d'Ykone dans le passage à la valeur des capitaux propres ;
  - *a contrario* et à titre de recoupement, nous avons appliqué les multiples boursiers à l'EBITDA en y réintégrant la contribution prévisionnelle d'Ykone, et en neutralisant corrélativement en trésorerie le prix d'acquisition d'Ykone dans le passage à la valeur des capitaux propres afin de s'assurer de l'homogénéité des résultats obtenus par rapport à l'approche que nous avons retenue[74] ;
- pour la valorisation par les comparables transactionnels, l'impact de l'acquisition de la société Ykone a également été retraité, dans la mesure où cette méthode repose sur des agrégats historiques qui, par définition, n'intègrent pas l'entrée de cette société dans le périmètre du Groupe.

4.2. Méthodes d'évaluation écartées

Nous justifions, ci-après, la non-prise en compte, en tant que méthodes d'évaluation, de la référence à l'Actif Net Réévalué (§ 4.2.1) et de l'actualisation des dividendes (§ 4.2.2).

Par ailleurs, les méthodes d'évaluation patrimoniales (§ 4.6.1) et analogique par les multiples transactionnels (§ 4.6.2) et les multiples boursiers (§ 4.6.3) nous paraissent ne pouvoir être mobilisées qu'à titre secondaire par rapport à la référence au prix payé dans le cadre de la Cession de Bloc (§ 4.3), aux cours de l'Action observés historiquement (§ 4.4) et à la valorisation intrinsèque par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie (DCF[75] § 4.5), que nous considérons comme prépondérantes dans l'évaluation de l'Action.

4.2.1. Actif net réévalué

La méthode de l'Actif Net Réévalué (ANR) consisterait à corriger l'actif net comptable[76] des plus ou moins-values latentes identifiées à l'actif, au passif ou en hors-bilan ; en l'absence d'actifs hors exploitation, nous n'avons pas retenu cette méthode, la valorisation des actifs d'exploitation étant réalisée par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie (§ 4.5).

Toutefois et à titre purement indicatif, nous avons calculé un actif net comptable corrigé visant à estimer la valeur des actifs identifiables (§ 4.6.1).

[73] Ces deux sociétés sont entrées dans le périmètre d'activité des comptes consolidés d'Aufeminin à compter du deuxième semestre 2018.
[74] À la différence d'Ykone, Magnetism a été créée par Aufeminin (§ 3.3.3).
[75] La méthode DCF n'est pas concernée par les problématiques de référentiel comptable susceptibles d'affecter la valorisation analogique du fait des différences dans ce domaine entre Aufeminin et les comparables boursiers et transactionnels.
[76] Correspondant au montant des capitaux propres consolidés au 30 juin 2018.

4.2.2. Actualisation des dividendes

La méthode d'actualisation des dividendes futurs (DDM) permet d'apprécier la valeur de rendement de titres minoritaires. Nous ne disposons pas de prévisions de versement de dividendes et la Société n'a procédé à aucune distribution au cours des cinq derniers exercices.

Nous avons mis en œuvre une évaluation par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie (§ 4.5) intégrant par construction le potentiel de distribution de dividendes à long terme et permettant de prendre en compte la part non distribuée de résultat.

4.3. Transactions récentes réalisées sur le capital d'Aufeminin

L'Offre s'inscrit dans le prolongement de l'Offre Initiale, étant rappelé que :

- préalablement à l'Offre Initiale, l'Initiateur a procédé à l'acquisition hors marché auprès d'Axel Springer d'un ensemble d'actions formant un bloc de contrôle de 78,07% du capital de la Société[77] au Prix d'Offre (§ 2.2.1.1). Cette transaction, portant sur une participation majoritaire réalisée par deux personnes morales indépendantes qui ne présentent pas, à notre connaissance, d'intérêts communs, est une référence incontournable pour l'appréciation du Prix d'Offre ;

- dans le cadre de l'Offre Initiale, TF1 a acquis 1.457.345[78] actions Aufeminin représentant 15,1% du capital de la Société au Prix d'Offre ;

- les titres acquis par TF1, pour porter sa participation de 93,28%[79] au 8 juillet 2018 à 95,26%[80] du capital de la Société au 7 septembre 2018, l'ont été au Prix d'Offre.

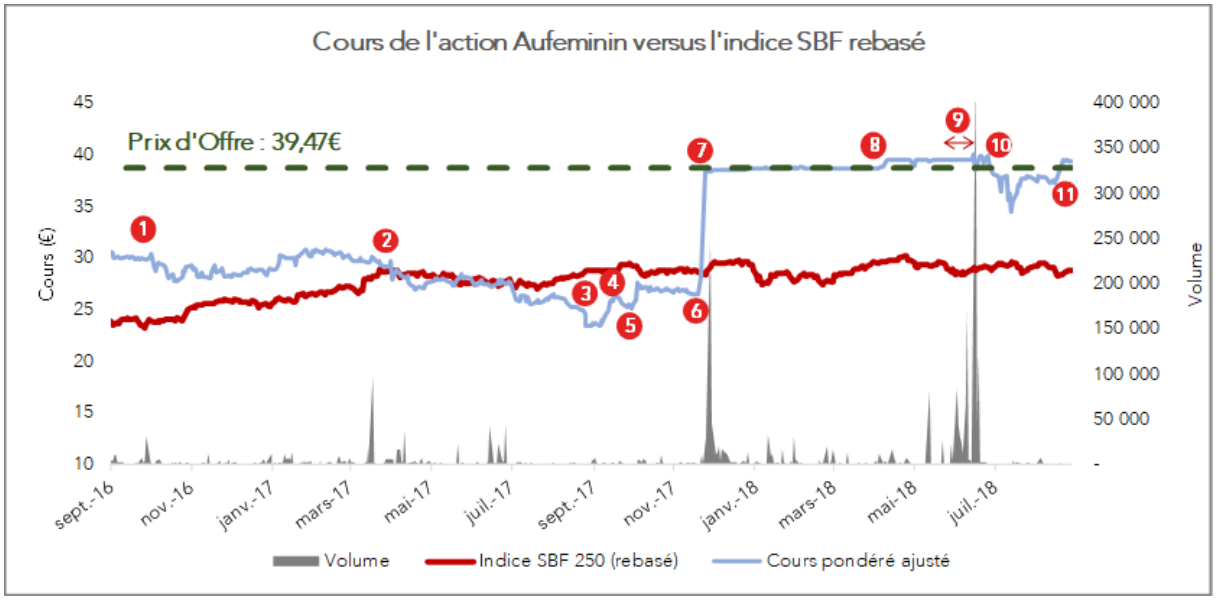
4.4. Référence au cours de bourse et objectifs de cours des analystes

Introduite en bourse en juillet 2000, l'Action est cotée sur le marché Euronext Paris, compartiment B (§ 2.1.1).

4.4.1. Analyse historique du cours de bourse

L'évolution du cours de l'Action au cours des deux années précédant le 21 septembre 2018[81] est présentée, ci-dessous, par rapport à l'indice SBF 250 :

[77] Sur une base non diluée.
[78] Les 1.457.345 actions acquises lors de l'OPAS viennent s'ajouter aux (i) 7.385.493 actions acquises lors de l'achat du bloc par TF1 le 27 avril 2018, (ii) 109.577 actions acquises entre le 28 mai 2018 et 8 juin 2018 et (iii) 63.000 actions gratuites en période de conservation détenues le 24 mai 2018 par TF1 au titre de l'assimilation prévue à l'article L.233-9, I, 4° du Code de commerce. Ainsi à la clôture de l'Offre Initiale, TF1 détenait 9.015.415 actions Aufeminin (§ 2.2.1.2). Suite à l'OPAS, TF1 a fait l'acquisition de 191.042 actions, portant à 9.206.457 le nombre d'actions Aufeminin détenu aujourd'hui par l'Initiateur.
[79] 9.015.415 actions.
[80] 9.206.457 actions.
[81] Date retenue pour la détermination des paramètres de valorisation (§ 4.1.2).



1	20-oct.-16	Publication des résultats du T3 2016 (CA +18% et marge d'EBITDA stable par rapport au T3 2015).
2	20-avr.-17	Publication des résultats du T1 2017 (baisse de la marge d'EBITDA par rapport au T1 2016, 11,6% versus 16,3%).
3	14-sept.-17	Publication des résultats du S1 2017 (baisse de la marge d'EBITDA par rapport au S1 2016, 16,4% versus 24,2%).
4	10-oct.-17	Acquisition du site 1001cocktails.com.
5	19-oct.-17	Publication des résultats du T3 2017 et augmentation de la participation dans MLP, portée de 73,7% à 91,3%.
6	8-déc.-17	Rumeurs concernant le rachat d'Auféminin par TF1, entrainant une augmentation du cours de bourse d'environ 6%.
7	13-déc.-17	Remise d'une offre ferme par TF1 à Axel Springer en vue de racheter sa participation dans Auféminin, au prix de 38,74 € par action.
8	27-avr.-18	Finalisation de l'acquisition du Groupe Auféminin par TF1 auprès d'Axel Spriger, au prix de 39,47 € par action.
9	14 juin - 4 juillet 18	Ouverture de l'offre publique visant les titres d'Aufeminin.
10	19-juil-18	Publication du chiffre d'affaires du 2e semestre 2018.
11	06-sept-18	Publication des résultats du 1er semestre 2018.

Les principales évolutions du cours de bourse de l'Action au cours de cette période d'observation sont les suivantes :

- une forte appréciation du titre de mai 2016 à octobre 2016 qui traduit l'engouement des investisseurs pour la transformation du modèle économique du Groupe vers le programmatique et le *social media* ;
- une légère érosion du cours de novembre 2016 à janvier 2017 malgré le lancement de nouveaux produits sous la marque *Gretel* ;
- une réappréciation du titre de janvier 2017 à mars 2017 suite à la bonne performance du Groupe sur le quatrième trimestre 2016, notamment de Livingly Media, soulignant la transformation réussie sur le programmatique ;
- une forte dégradation du titre de mars 2017 à septembre 2017 sous l'effet de la baisse de la marge d'EBITDA du Groupe ;
- un regain de confiance des investisseurs sur le dernier trimestre 2017 grâce au redressement de la profitabilité du Groupe ;
- un alignement du cours sur le prix de l'OPAS (égal au Prix d'Offre) en décembre 2017 après l'annonce de l'Opération ;

- une baisse du titre suite à la publication du chiffre d'affaires du premier semestre 2018, conduisant à un cours inférieur au Prix d'Offre au cours de l'été 2018[82] ;

- une convergence des cours vers le Prix d'Offre après l'annonce de l'OPR-RO.

Le tableau ci-dessous synthétise la moyenne des cours de bourse pondérés par les volumes (« **CMPV** ») au 8 décembre 2017, dernière cotation avant la publication des rumeurs d'acquisition de la Société par TF1 :

Analyse du cours de bourse		
8-déc.-17	CMPV	Prime / (décote)
Prix d'Offre	**39,47 €**	
Spot	26,41 €	**49,5%**
CMPV 20 séances	26,68 €	**47,9%**
CMPV 1 mois	26,69 €	**47,9%**
CMPV 3 mois	26,04 €	**51,6%**
CMPV 6 mois	26,76 €	**47,5%**
CMPV 12 mois	28,26 €	**39,7%**
Plus haut 12 mois	30,81 €	**28,1%**
Plus bas 12 mois	23,33 €	**69,2%**

Source : Bloomberg

Il ressort de l'analyse boursière que l'Action a évolué dans une fourchette de **23,33 €** à **30,81 €** au cours des douze mois précédant l'annonce de l'Offre Initiale en décembre 2017.

Le Prix d'Offre fait ressortir une prime comprise entre **39,7%** et **51,6%** sur les CMPV observés sur l'année précédant l'annonce de l'Offre Initiale.

À titre informatif :

- le Prix d'Offre fait ressortir une prime de **6,8%** sur le cours maximum[83] observé entre l'introduction en bourse de la Société et le 8 décembre 2017.

- près de 34,4% des volumes de titres ont été échangés au cours des douze derniers mois précédant l'annonce de l'Offre Initiale :

Rotation du flottant	
	8-déc.-17
Nombre de titres échangés (12 mois)	700 811
Flottant	2 039 625
Rotation du flottant (%)	**34,4%**
Rotation du flottant (années)	**2,9**

Source : Bloomberg

[82] Le 2 août 2018, le cours atteint un point bas à 34,4 €.
[83] 36,95 € le 9 janvier 2014.

L'analyse des CMPV au 7 septembre 2018, jour précédant l'annonce de l'Offre, est présentée ci-dessous :

Analyse du cours de bourse		
7-sept.-18	CMPV	Prime / (décote)
Prix d'Offre	**39,47 €**	
Spot	38,16 €	**3,4%**
CMPV 20 séances	37,51 €	**5,2%**
CMPV 1 mois	37,51 €	**5,2%**
CMPV 3 mois	39,40 €	**0,2%**
CMPV 6 mois	39,35 €	**0,3%**
CMPV 12 mois	38,30 €	**3,1%**
Plus haut 12 mois	40,00 €	**-1,3%**
Plus bas 12 mois	23,33 €	**69,2%**

Source : Bloomberg

Les CMPV ont évolué dans une fourchette comprise entre **37,51 €** et **39,40 €** au cours des douze mois précédant l'annonce de l'Offre, soit une prime comprise entre **0,2%** et **5,2%**.

4.4.2. Objectifs de cours

L'Action n'étant, à notre connaissance, pas suivie par les analystes[84], nous n'avons pas été en mesure de valoriser le prix de l'Action par référence aux objectifs de cours.

4.5. Valorisation intrinsèque par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie ou *Discounted Cash Flows* (DCF)

Nous avons recherché la valeur intrinsèque du Groupe et de l'Action en actualisant, à compter du 1er juillet 2018, les flux de trésorerie prévisionnels issus du PMT de l'Offre établi par la Direction jusqu'en 2021 (la « **Période Explicite** »), étant précisé que nous avons prolongé la Période Explicite de 3 ans de 2022 à 2024 (la « **Période d'Extrapolation** »).

4.5.1. Rappel des principes de la méthode DCF

La méthode DCF repose sur l'estimation de la valeur de l'actif économique d'une entreprise sur la base des flux de trésorerie d'exploitation disponibles[85] générés par son activité, lesquels sont actualisés à un taux correspondant à l'exigence de rendement attendu par les apporteurs de ressources.

La valeur résiduelle, ou valeur terminale, calculée en l'espèce au-delà de la Période d'Extrapolation se fonde sur l'estimation, en année récurrente, d'un *cash-flow* libre durable et tient ainsi compte d'une hypothèse de continuité de l'exploitation et d'une estimation de croissance à long terme (croissance perpétuelle).

La valeur d'entreprise des activités opérationnelles est majorée de la trésorerie nette afin d'obtenir la valeur de marché des fonds propres.

[84] Des analyses ont néanmoins été réalisées par certains *brokers* dans le cadre de leur suivi du titre TF1.
[85] Résultat d'exploitation (EBIT) net d'impôt, retraité des charges calculées (dotations aux amortissements), déduction faite de la variation de Besoin en Fonds de Roulement (BFR) et des investissements (Capex).

4.5.2. Taux d'actualisation

Le taux d'actualisation a été estimé sur la base du coût du capital (*Cost of Capital* ou « CoC »), et ainsi déterminé directement à partir du *beta* de l'actif économique des sociétés comparables à Aufeminin.

Le taux d'actualisation a été estimé en recourant à un *beta* désendetté[86] des sociétés comparables estimé à **0,94**[87].

Les autres composantes du taux d'actualisation sont les suivantes :

- un taux sans risque de **0,8%** correspondant à la moyenne historique 12 mois des Obligations Assimilables du Trésor à échéance 10 ans (OAT 10 ans)[88] ;
- une prime de risque du marché français estimée à **7,5%**[89].

Le taux d'actualisation a ainsi été estimé *a minima* à 7,86%[90] ; nous ne l'avons en effet affecté d'aucune prime de risque spécifique, afin d'extérioriser un maximum de valeur, tout en précisant qu'une telle prime trouverait théoriquement à s'appliquer au cas d'espèce, compte tenu du profil de risque d'Aufeminin et du caractère volontariste du PMT de l'Offre (§ 4.5.4.1) :

Taux d'actualisation	
Coût du capital	
Taux sans risque	0,8%
Beta de l'actif économique	0,94
Prime de risque	7,5%
Taux d'actualisation	**7,86%**

4.5.3. Taux de croissance perpétuelle

La valeur terminale a été déterminée en tablant sur un taux de croissance à l'infini de **1,9%** à l'horizon de la Période d'Extrapolation, au regard des prévisions d'inflation à long terme en France et sur les autres marchés où le Groupe est implanté[91].

4.5.4. PMT de l'Offre

Le PMT de l'Offre a été approuvé le 4 mai 2018 par le Conseil d'Administration, suite à la Cession de Bloc, intervenue le 27 avril 2018 (§ 2.2.1) ; dans le cadre de l'Offre Initiale, les réalisations au 31 mars 2018 et la révision des perspectives d'activité et de rentabilité[92] avaient rendu nécessaire la mise à jour des prévisions sur la Période Explicite.

[86] *Beta* hebdomadaire 5 ans.
[87] *Beta* calculé sur la base de la moyenne des *betas* des sociétés comparables affichant un coefficient de corrélation supérieur à 10% par rapport au marché.
[88] Source : Banque de France.
[89] Sur la base d'un rendement attendu du marché français estimé à **8,3%** (source : Ledouble) à début septembre 2018, qui, sous déduction du taux sans risque de 0,8%, induit une prime de risque de **7,5%**.
[90] Pour mémoire, le taux d'actualisation ressortait à 8,0% dans notre Rapport établi dans le cadre de l'Offre Initiale.
[91] FMI - Perspectives de l'économie mondiale, avril 2018 (prévision estimée 2023).
[92] Néant.

À la date du présent Rapport, les réalisations au 30 juin 2018, intégrées dans les prévisions sur la Période Explicite, ne remettent pas en cause les hypothèses du PMT de l'Offre Initiale.

Nous avons analysé de façon critique le PMT de l'Offre en relation avec la Direction. À l'issue de discussions sur les hypothèses initiales, ont été ajoutés certains paramètres pour la valorisation intrinsèque, principalement :

- une imposition du résultat d'exploitation sur la base d'un taux d'impôt passant de 34,43% en 2018 à 25,83% en 2022, et restant stable sur la Période d'Extrapolation. Cette dégressivité jusqu'en 2022 correspond à l'évolution du taux d'impôt français, que nous avons retenu compte tenu du poids de la France dans l'activité et de sa proximité avec les taux applicables sur les principaux marchés du Groupe, notamment les États-Unis ;

- l'économie d'impôt liée à l'utilisation des stocks de déficits fiscaux significatifs aux bornes du Groupe, actualisée au 30 juin 2018 ;

- une variation du besoin en fonds de roulement (BFR) calculée en fonction d'un niveau de BFR représentant 12,9% du chiffre d'affaires par référence aux niveaux historiques[93].

4.5.4.1. Principales hypothèses du PMT de l'Offre

Les flux de trésorerie issus de la Période Explicite reposent sur les hypothèses suivantes :

- une forte amélioration du niveau de chiffre d'affaires portée par un taux de croissance annuel compris entre 14,5% et 21,5% reflétant la croissance des activités de programmatique et d'*e-commerce* qui affichent des taux de croissance annuels moyens respectifs de 16,1% et 20,4%. En revanche, la Direction anticipe une croissance moyenne limitée à 9,2% sur l'activité *Direct media* en raison de (i) la dégradation des activités traditionnelles et (ii) la pleine contribution en fin de période des activités d'influence, de *brand publishing* et des nouvelles offres média ;

- une réduction de la marge d'EBITDA qui atteint 15,1% en fin de Période Explicite. La Direction explique cette hypothèse par la mutation du modèle économique du Groupe[94] ;

- l'intégration des coûts en IFRS 2[95] relatifs aux différents plans d'Actions Gratuites anticipés par la Direction.

Le maintien d'un rythme de croissance de chiffre d'affaires soutenu sur la période du PMT de l'Offre, lié au développement de nouvelles activités, induit un accroissement substantiel du niveau d'EBITDA malgré la dégradation du taux de marge.

Cette évolution, dans un contexte historique où, depuis trois ans, la contraction de la marge est significative, nous amène à considérer le PMT de l'Offre comme volontariste. Nous ne l'avons toutefois pas dégradé.

---

[93] Au 30 juin 2018, nous avons retraité du BFR le montant de l'augmentation de capital d'un montant de 5,4 M€ qui a été intégré dans le calcul de la trésorerie nette (§ 4.1.4.1)
[94] Déclin de l'activité *Direct media* qui affichait des taux de marge élevés et hausse des coûts de structure dans le cadre du développement des nouvelles activités du Groupe, notamment le programmatique et le e-commerce (§ 3.2).
[95] « *Paiement fondé sur des actions* ».

4.5.4.2. *Période d'Extrapolation*

Les flux de trésorerie de la Période d'Extrapolation, ainsi que la valeur terminale au-delà de 2024, se fondent sur les hypothèses suivantes qui résultent des échanges avec la Direction et de nos estimations :

- une réduction progressive de la croissance du chiffre d'affaires pour atteindre le taux jugé normatif de 1,9% (§ 4.5.3) ;
- une marge d'EBITDA stable sur la Période d'Extrapolation qui s'établit de façon normative à 15%[96] en flux terminal ;
- une convergence progressive entre les dotations aux amortissements et les investissements, estimés à 3,2% du chiffre d'affaires en année récurrente.

4.5.5. Synthèse

Nous présentons, ci-après, une analyse de sensibilité de la valeur de l'Action aux variations combinées, dans des proportions jugées plausibles, du taux d'actualisation et du taux de croissance perpétuelle retenu pour le calcul de la valeur terminale :

Analyse de sensibilité de la valeur de l'action (€)						
Croissance	Taux d'actualisation					
normative	7,36%	7,61%	7,86%	8,01%	8,11%	8,36%
1,7%	39,47	37,82	36,30	35,46	34,90	33,62
1,8%	40,04	**38,33**	**36,77**	**35,91**	**35,33**	34,01
1,9%	40,63	**38,87**	**37,25**	**36,37**	**35,78**	34,42
2,0%	41,24	**39,42**	**37,76**	**36,84**	**36,23**	34,83
2,1%	41,88	39,99	38,28	37,33	36,71	35,26

Cette analyse de sensibilité[97] situe la valeur de l'Action en valeurs extrêmes entre **35,33 €** et **39,42 €**, faisant ressortir une prime comprise entre 11,7% et 0,1%.

En l'absence de modification des hypothèses sous-tendant le PMT, l'évolution de la valeur de l'Action depuis la clôture de l'Offre Initiale s'explique par des facteurs purement techniques :

- la baisse de 0,15 point du taux d'actualisation impacté par l'évolution du rendement de marché (§ 4.5.2) ;
- l'ajustement de la période d'actualisation sur l'horizon des flux de trésorerie positionnant l'évaluation au 21 septembre 2018.

Le PMT de l'Offre nous paraît volontariste au regard des réalisations historiques (§ 4.5.4.1), ce qui transparait dans le poids que représente la valeur terminale dans la valeur d'entreprise : en hypothèses centrales de taux d'actualisation (7,86%) et de taux de croissance perpétuelle (1,9%), nonobstant l'étirement de la Période Explicite sur la Période d'Extrapolation, la valeur terminale représente environ 83%[98] de la valeur d'entreprise.

[96] D'après la Direction, le taux de 15% présente un caractère normatif.
[97] Nous n'avons pas jugé opportun de mesurer une sensibilité sur les paramètres d'activité et de rentabilité considérant, à l'issue de notre revue détaillée du PMT de l'Offre en relation avec la Direction et à l'appui des données de marché que nous avons consultées, qu'ils ne sont pas susceptibles d'être rehaussés.
[98] Soit de l'ordre de 69% de la valeur intrinsèque de l'Action compte tenu de l'importance relative de la trésorerie nette dans la formation des capitaux propres.

De ce fait, les résultats de la valorisation DCF qui intègrent la totalité des perspectives de croissance élevées du Groupe sur le long terme sont supérieurs à ceux des valorisations analogiques et patrimoniales.

À titre indicatif, en intégrant une prime de risque de réalisation[99] du PMT de l'Offre de 2% dans le taux d'actualisation utilisé pour l'approche intrinsèque, la valeur l'Action s'inscrirait dans une fourchette comprise entre 27,03 € € et 29,25 €.

4.6. Approches de valorisation à titre de recoupement

4.6.1. Actif net comptable corrigé

Comme mentionné *supra* (§ 3.2 et § 3.3), le Groupe s'est constitué par des opérations de croissance externe.

Lors de ces acquisitions, des expertises ont été réalisées pour procéder, en application de la norme IFRS 3[100], à l'allocation du prix d'acquisition aux actifs identifiables que sont :

- les marques ;
- la technologie ;
- les relations clients.

Des actifs incorporels (marques, technologie, relations client)[101] ont ainsi été reconnus dans le bilan du Groupe au titre des filiales acquises.

Aufeminin a également développé des actifs de manière autonome, *i.e.* qui ne proviennent pas d'opération de croissance externe et, dès lors, n'apparaissent pas au bilan de la Société[102].

Sans procéder à la détermination d'un Actif Net Réévalué (ANR), qui consisterait à corriger l'actif net comptable des plus ou moins-values latentes identifiées à l'actif, au passif ou en hors-bilan qui, en l'absence d'actifs hors exploitation, seraient déterminées *via* une actualisation des flux prévisionnels de trésorerie déjà mise en œuvre (§ 4.5), nous avons réévalué les actifs incorporels identifiables afin que leur valeur soit reflétée au niveau du Groupe, et non uniquement pour les filiales acquises.

Dans cet objectif, nous avons repris les différentes approches menées par les experts indépendants en vue de l'allocation des prix d'acquisition relatifs à My Little Paris, Merci Alfred et Livingly Media, que nous avons appliquées au Groupe pris dans son ensemble.

[99] Au regard du caractère volontariste du PMT de l'Offre, la prise en compte d'une prime de risque de réalisation de 2% se justifierait.
[100] « *Regroupements d'entreprises* ».
[101] Des tests de dépréciation d'actifs visant à s'assurer de l'absence de surévaluation sont effectués à chaque clôture annuelle.
[102] L'application du référentiel IFRS ne conduit pas à reconnaître dans les comptes la totalité des actifs et des passifs ; en sont notamment exclus les actifs développés en interne.

À cet effet, nous avons privilégié, cumulativement, les hypothèses permettant de retenir des valorisations maximales :

- les marques du Groupe ont été valorisées par l'actualisation d'une redevance[103] fixée à 3% du chiffre d'affaires[104] soit le taux le plus élevé retenu par l'expert ;
- la technologie a été également valorisée par l'actualisation d'une redevance[105] qui avait été estimée à 3,8%[106] du chiffre d'affaires ;
- les relations clients ont été valorisées en fonction[107] du chiffre d'affaires du Groupe[108] ;
- le *goodwill* inscrit dans les comptes, qui est un actif non identifiable, a été exclu.

Le montant cumulé des réévaluations ainsi pratiquées est de 166 M€, duquel a été déduit le *goodwill* à hauteur de 69 M€. Les autres éléments du bilan au 30 juin 2018 n'ont fait l'objet d'aucune correction.

Actif net comptable corrigé	
M€	
Situation nette	144
Incorporels à soustraire	(15)
IDP associés	4
Valeur de la technologie 3,8%	82
Valeur de la marque	53
Relations clients 42% du CA annualisé	43
Total ANC corrigé	**310**

Hors goodwill	
ANC corrigé hors goodwill	260
Valeur par Action	**26,06**
Prix d'Offre	*39,47*
Prime offerte	**51%**

Source : Aufeminin

Sur cette base nous observons que :

- l'actif net comptable au 30 juin 2018 s'établit à 144 M€ soit **14,94 €**[109] par Action ;
- l'actif net comptable corrigé ressort à 310 M€[110] soit **26,06 €** par Action.

[103] En fonction du taux d'actualisation (§ 4.5.2).
[104] Les fourchettes des taux de redevance retenues par l'expert sont comprises entre 1% et 3% du chiffre d'affaires. Nous avons repris le taux maximum de 3% pour la totalité des marques du Groupe.
[105] En fonction du taux d'actualisation (§ 4.5.2).
[106] Ce taux a été appliqué à la totalité des activités du Groupe sans distinction technologique, ce qui revient à maximiser la valorisation de l'actif technologique.
[107] La relation client représente 42% du chiffre d'affaires 2017. Ce ratio est celui ressortant des calculs menés lors de l'acquisition de My Little Paris et Merci Alfred en août 2014.
[108] L'ensemble sous déduction de l'impôt différé associé aux trois réévaluations.
[109] L'actif net par action de 14,94 € est issu de l'actif net comptable au 30 juin 2018 de 143.580 K€, rapporté au nombre moyen d'actions retenu par la Société pour son calcul de résultat dilué (§ 3.5.2). À titre indicatif, l'actif net par Action s'élèverait à 14,74 € sur la base du nombre d'actions retenu dans le cadre de nos travaux (§ 4.1.3).
[110] Total ANC corrigé : 310 M€ - *goodwill* : 50 M€.

4.6.2. Valorisation analogique par les comparables transactionnels

La méthode des comparables transactionnels nous paraît peu pertinente, dans la mesure où relativement peu de transactions ont impliqué des sociétés pouvant être considérées comme comparables au Groupe. En outre, l'information publique et/ou accessible dans nos bases de données sur ces opérations reste très parcellaire. En tout état de cause, ces données ne permettent pas de disposer de paramètres de référence pertinents.

Nous avons néanmoins déterminé la valeur de marché théorique de l'Action pour un investisseur, par application du multiple d'EBITDA médian calculé sur une sélection de transactions externes au Groupe présentée en **annexe 9** ; le prix de l'Action qui en ressort reste inférieur au Prix d'Offre[111] :

Multiples transactionnels		
M€	xEBITDA 2017	xEBITDA 2017
Multiple médian / moyen	11,3x	11,7x
Agrégat	21 264	21 264
Valeur d'entreprise	**239 220**	**248 834**
Trésorerie nette	57 955	57 955
Fonds propres	**297 175**	**306 789**
Nombre d'actions dilué (000)	9 743	9 743
Valeur par action	**30,50 €**	**31,49 €**

La prime extériorisée par le Prix d'Offre par référence à la valeur analogique de l'Action *via* les comparables transactionnels est comprise entre **25,3%** et **29,4%**.

Nous avons également valorisé l'Action de la Société par référence aux multiples d'EBITDA ressortant de l'acquisition par Aufeminin de la société My Little Paris. Cet exercice a été réalisé sans tenir compte de l'impact de la réalisation de l'Opération[112] sur le prix payé pour l'acquisition de la totalité du capital de cette société.

L'application des paramètres associés à cette transaction interne au Groupe, qui est la plus récente et la plus significative[113], induirait une valeur de l'Action inférieure à celle induite par les multiples transactionnels.

[111] Avant de retenir la dette financière nette au 30 juin 2018 comme base de calcul de la valeur de l'Action par référence à des multiples transactionnels, nous nous sommes assurés de son homogénéité avec la dette financière qui pourrait être retenue selon la même approche au 31 décembre 2017.
[112] La transaction d'avril 2018 portant sur la totalité du solde du capital non détenu par la Société a été réalisée à un prix supérieur à celui qui aurait découlé de l'application des modalités du pacte d'actionnaires si l'opération n'avait pas lieu (§ 3.3.1).
[113] Pour mémoire, Livingly Media présentait une rentabilité négative lors de son acquisition en 2015 par la Société (§ 3.2).

4.6.3. Valorisation analogique par les comparables boursiers

La valorisation analogique par comparaison avec un échantillon de sociétés cotées, est retenue à titre indicatif de la valeur potentielle de l'Action, dans la mesure où il n'existe pas, à notre connaissance, de sociétés cotées strictement comparables à Aufeminin *i.e.* réunissant des caractéristiques parfaitement identiques en termes d'activité, de taille, de taux de marge d'exploitation et de zone d'implantation.

4.6.3.1. Composition de l'échantillon de comparables boursiers

En considérant notamment le critère de rentabilité, nous avons constitué un panel de sociétés implantées en Europe, aux États-Unis et au Japon, évoluant dans le secteur du *publishing* et de la publicité digitale au sens large.

Nous nous sommes assurés du caractère suffisamment liquide des titres de ces sociétés sur leurs marchés respectifs et de leur suivi par des analystes ; la référence au cours de bourse en ce qui les concerne paraît donc globalement pertinente.

Notre échantillon de sociétés comparables est détaillé en **annexe 7** et en **annexe 8** :

Comparables boursiers		
Société	Pays	Capi.1m (M€)
		21-sept.-18
Aufeminin		**363**
FUTURE PLC	Grande Bretagne	398
1000MERCIS	France	85
COOKPAD INC	Japon	373
XO GROUP INC	Etats-Unis	651
AXEL SPRINGER SE	Allemagne	6 547
Médiane		**390**
Moyenne		**1 354**

Source : Bloomberg

4.6.3.2. Modalités de calcul des multiples d'EBITDA par référence à la valeur d'entreprise (VE)

Nous avons écarté les multiples :

- de chiffre d'affaires, car il ne nous paraît pas pertinent de valoriser Aufeminin selon le seul critère du volume d'activité sans tenir compte du critère de rentabilité d'exploitation ;
- d'EBIT, du fait de la faible intensité capitalistique du secteur et de la prise en compte dans cet agrégat de charges exceptionnelles liées à des politiques de croissance externe ;
- de résultat net (PER), car les PER conduisent à des estimations biaisées du fait des écarts de structures financières et des différents taux d'imposition sur des entités comparables qui ne sont pas toutes françaises.

Ainsi, nous avons privilégié les multiples médians VE/EBITDA pour 2018 et 2019 associés à la trésorerie nette au 30 juin 2018 (§ 4.1.5.2).

Pour déterminer les ratios VE/EBITDA de chacune des sociétés comparables, nous nous sommes référés à :

- la capitalisation boursière de chaque entité de l'échantillon en moyenne 1 mois[114] ; l'endettement net s'intercale entre la capitalisation boursière et la valeur d'entreprise à partir de laquelle les multiples sont déterminés ;
- les estimations d'EBITDA, sur l'ensemble du panel, issues du consensus d'analystes[115].

Les multiples d'EBITDA[116] sont relativement homogènes au vu de la concordance entre les médianes et moyennes ressortant de l'ensemble de ce consensus :

Multiples boursiers

Société	VE/EBITDA		
	2018e	2019e	2020e
FUTURE PLC	18,5x	11,4x	10,0x
1000MERCIS	7,0x	6,4x	5,9x
COOKPAD INC	9,6x	9,6x	9,6x
XO GROUP INC	17,7x	15,9x	13,3x
AXEL SPRINGER SE	10,9x	9,9x	9,1x
Médiane	**10,9x**	**9,9x**	**9,6x**
Moyenne	**12,7x**	**10,6x**	**9,6x**

Source : Bloomberg

4.6.3.3. Synthèse

Après application des multiples médians aux prévisions d'EBITDA 2018 et 2019, et en tenant compte de la trésorerie nette du Groupe au 30 juin 2018[117] (§ 4.1.5.2), la valeur analogique de l'Action par la méthode des comparables boursiers se situe dans une fourchette d'amplitude réduite, comprise entre **27,43 €** et **27,45 €**. À titre indicatif, la valeur estimée sur la base de l'agrégat d'EBITDA 2020 est incluse dans cette fourchette de valorisation.

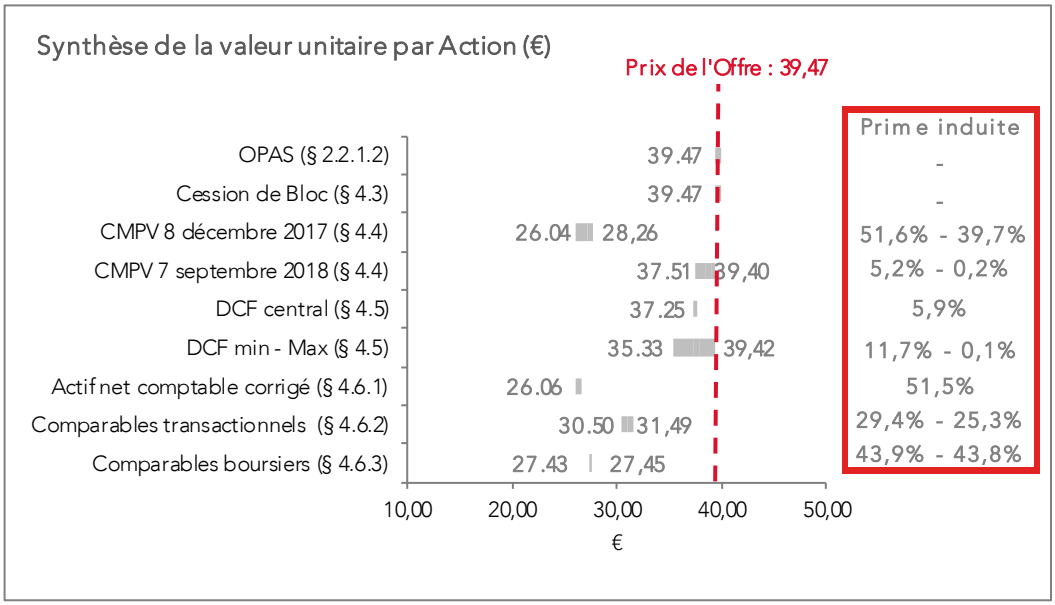
Dès lors, les primes extériorisées par le Prix d'Offre par référence à la valeur analogique de l'Action, qui s'établissent dans une fourchette de **43,8%** à **43,9%**, permettent de considérer que l'actionnaire d'Aufeminin, ayant apporté ses titres à l'Offre, pourrait théoriquement être en mesure de réinvestir sur le même secteur dans un actif comparable à Aufeminin, étant précisé que nous n'avons pas appliqué de décote de taille aux multiples boursiers.

Du fait du caractère récent de l'acquisition d'Ykone, nous avons considéré que le prix payé par la Société lors de cette transaction était représentatif de la valeur réelle. Aussi, nous avons exclu la contribution d'Ykone de l'EBITDA du Groupe et majoré la trésorerie nette du montant payé au titre de cette acquisition au premier semestre 2018.

[114] Au 21 septembre 2018.
[115] Source : *Bloomberg*.
[116] Les évolutions des multiples VE/EBITDA calculés dans le cadre de l'Offre Initiale s'expliquent essentiellement par des publications de résultats semestriels et trimestriels (Future et Cookpad).
[117] À titre de recoupement, nous avons retenu le résultat d'Ykone dans l'EBITDA de chacun des exercices en retraitant corrélativement le prix d'acquisition d'Ykone dans la trésorerie au 30 juin 2018 (§ 4.1.4.2). Les résultats des deux approches sont convergents.

4.7. Synthèse de la valorisation multicritère de l'Action

Les valeurs obtenues à l'issue de notre évaluation multicritère de l'Action sont résumées dans le tableau ci-dessous, mentionnant le niveau de prime induit par le Prix d'Offre de **39,47 €**, sur l'ensemble des critères d'évaluation que nous avons retenus.



Nous constatons que le Prix d'Offre extériorise une prime sur l'ensemble des critères d'évaluation, et rappelons que les valorisations analogiques ainsi que l'actif net comptable corrigé sont présentés à titre secondaire, eu égard aux limitations inhérentes à leur application dans le contexte spécifique de la phase de repositionnement d'Aufeminin.

Dans le contexte de l'Offre envisagée, le Prix d'Offre fait ressortir une prime *a minima* de 0,2% sur les CMPC 3 mois au 7 septembre 2018, jour précédant l'annonce de l'Offre ; cette prime s'établit à 51,6% en considérant les CMPV 3 mois au 8 décembre 2017, dernière cotation avant la publication des rumeurs d'acquisition de la Société par TF1. Le Prix d'Offre s'avère en tout état de cause supérieur aux cours de bourse constatés depuis l'introduction en bourse (IPO), toutes périodes d'observation confondues.

La valorisation intrinsèque en DCF, qui borne par le haut les fourchettes de valorisation de l'Action, est construite à partir du PMT de l'Offre, que nous considérons comme volontariste. Nous ne l'avons toutefois pas affecté d'un risque de réalisation[118] afin d'afficher, dans le contexte de l'Offre, une valeur maximale de l'Action ; pour autant, le Prix d'Offre extériorise également une prime sur cette valorisation.

4.8. Synergies

L'Opération s'inscrit dans la volonté de TF1 de créer un groupe multichaîne, multiplateforme, multimétier, de contenus média, de divertissement et d'information, présentant une intégration verticale de la production à la distribution.

L'Initiateur a fait part de sa capacité à générer par l'Opération des synergies, lesquelles ne sont toutefois pas chiffrées.

[118] En intégrant le risque de réalisation du PMT de l'Offre, la valeur de l'Action selon la méthode DCF serait comprise entre 27,02 € et 29,23 € dans la fourchette résultant de l'application des autres méthodes de valorisation.

Ces synergies inhérentes à l'appartenance au groupe TF1 sont de trois ordres :

- des synergies de revenus au travers de :
  - la proximité entre les activités d'Aufeminin et celles portées par le groupe TF1, notamment *via* MinuteBuzz, Studio 71 ou TF1 Digital Factory et Neweb ;
  - le renforcement des offres à destination des annonceurs et des cibles féminines sur lesquelles le Groupe possède un savoir-faire reconnu, des marques iconiques et des performances de premier plan ;
  - la constitution d'une offre élargie pour le compte des marques et des annonceurs ;
- des synergies de coûts, notamment par la mutualisation d'initiatives de développement et de recherche de partenariats, menées par les deux groupes ;
- des synergies autour de la connaissance des communautés, de leurs usages et de leurs attentes.

Nous nous sommes assurés auprès de nos interlocuteurs que ces synergies (i) résulteraient de l'entrée d'Aufeminin dans le groupe TF1 et (ii) bénéficieraient conjointement à l'Initiateur et à la Cible. En conséquence, nous ne les avons pas intégrées dans l'appréciation du Prix d'Offre.

Aucune synergie supplémentaire n'a été anticipée par TF1 depuis l'Offre Initiale.

5. Analyse des éléments de valorisation de l'Action par l'Établissement Présentateur

Nous avons examiné la restitution[119] des travaux d'évaluation réalisés par l'Établissement Présentateur.

Les méthodes d'évaluation que nous avons retenues sont, dans l'ensemble, comparables à celles de Rothschild. Pour mémoire, nous avons utilisé la méthode de l'actif net comptable corrigé à titre de recoupement (§ 4.6.1) ; l'Établissement Présentateur n'a pas retenu cette méthode.

Il ressort de la comparaison des travaux de valorisation respectifs les principaux points suivants.

5.1. Trésorerie financière nette

5.1.1. Valorisation intrinsèque

La différence de 1,2 M€[120] dans la trésorerie nette utilisée de part et d'autre en valorisation intrinsèque provient :

- de la prise en compte par Ledouble de la part imputable aux intérêts minoritaires[121], non retenue par Rothschild ;
- ainsi que de l'intégration par l'Établissement Présentateur du complément de prix attaché à MLP (§ 3.3.1), qui a été inclus directement dans les flux de trésorerie par Ledouble.

5.1.2. Valorisation par les comparables transactionnels

La trésorerie nette retenue par Rothschild dans sa valorisation analogique de l'Action par référence aux comparables transactionnels est identique à celle utilisée dans sa valorisation intrinsèque de l'Action minorée du complément de prix attaché à Livingly Media (§ 3.2). L'écart de 1,1 M€[122] ressortant de la comparaison avec l'Établissement Présentateur provient pour l'essentiel :

- de la prise en compte des compléments de prix sur les acquisitions de sociétés par l'Établissement Présentateur ;
- d'une correction par Ledouble du niveau de BFR au 30 juin 2018 compte tenu de la saisonnalité ;
- de la réintégration par Ledouble du prix payé en 2018 attachée à la prise de participation dans Ykone ;
- et, dans la mesure où les dettes des comparables utilisées pour déterminer nos multiples de valorisation n'intègrent pas les postes « Titres de participation », « Engagements de retraite » et « Autres actifs et passifs », de l'exclusion de ces derniers de nos calculs[123].

[119] Sous la forme du rapport d'évaluation établi par Rothschild et des éléments d'appréciation du Prix d'Offre inclus dans le projet de note d'information conjointe déposé à l'AMF le 3 octobre 2018.
[120] Rothschild : 58,8 M€ *versus* Ledouble : 60,0 M€ (§ 4.1.4.1).
[121] alFemminile.com et enFemenino.com.
[122] Rothschild : 56,8 M€ *versus* Ledouble : 57,9 M€ (§ 4.1.4.2).
[123] 386 K€.

5.1.3. Valorisation par les comparables boursiers

S'agissant de la trésorerie nette retenue dans la valorisation analogique de l'Action par référence aux comparables boursiers, la différence de 15,1 M€[124] ressortant de la comparaison de notre modélisation avec celle de l'Établissement Présentateur provient pour l'essentiel :

- du différentiel déjà observé sur la méthode des comparables transactionnels (§ 5.1.2) ;
- de la prise en compte d'ajustements visant à refléter les flux de trésorerie d'Ykone, de Magnetism et des intérêts minoritaires attachés. Ledouble a considéré que le prix d'acquisition des sociétés par Aufeminin en reflétait la valeur réelle, mais a néanmoins répliqué l'approche de l'Établissement Présentateur à titre de recoupement (§ 4.6.3).

5.2. Référence au cours de bourse

Rothschild a valorisé l'Action par référence au cours de bourse du 7 septembre 2018 à titre principal, alors que Ledouble conserve l'analyse menée dans le cadre de l'Offre Initiale par référence au cours de bourse au 8 décembre 2017, tout en présentant la référence au 7 septembre 2018 à titre complémentaire.

Les écarts non significatifs ressortant de la comparaison des cours de bourse au 7 septembre 2018 de l'Action avec l'Établissement Présentateur proviennent de l'utilisation d'un CMPV par Ledouble *versus* un *last price* par Rothschild.

5.3. Valorisation intrinsèque (DCF)

L'examen comparé de l'application de la méthode DCF met également en exergue quelques différences entre Rothschild et Ledouble, notamment :

- un taux d'actualisation construit sur des paramètres différents :

Calcul du CoC				
en %	Ledouble	Sources	Rothschild	Sources
Taux sans risque	0,8%	Banque de France	0,7%	Bloomberg
Bêta désendetté	0,94	Bloomberg	0,79	FactSet
Prime de risque marché	7,5%	Ledouble	8,9%	Bloomberg
CoC calculé	**7,9%**		**7,7%**	
CoC retenu	**7,9%**		**8,0%**	

- l'Établissement Présentateur n'a pas intégré de variation de BFR sur la Période Explicite et la Période d'Extrapolation ;
- le différentiel de taux de croissance perpétuel est de 0,4 point : 1,5% pour l'Établissement Présentateur *versus* 1,9% pour Ledouble ;
- Ledouble, à la différence de Rothschild, a pris en compte l'économie d'impôt attachée aux stocks de déficits reportables significatifs aux bornes du Groupe.

[124] Rothschild : 42,8 M€ *versus* Ledouble : 57,9 M€ (§ 4.1.4.2).

5.4. Valorisation analogique de l'Action par les comparables boursiers

5.4.1. Composition des échantillons de comparables respectifs

Le panel de comparables de Rothschild :

- inclut Yahoo Japan[125] et Time Out[126], dont nous avons considéré, indépendamment de leur taille, que leurs activités étaient plus éloignées d'Aufeminin que celles des entités incluses dans notre panel ;
- exclut Future PLC, Cookpad Inc et XO Group, que nous considérons en revanche comme comparables à Aufeminin en termes d'activité et de taille.

Nous avons appréhendé les capitalisations boursières des comparables boursiers sur une moyenne pondérée 1 mois au 21 septembre 2018 (§ 4.1.2), tandis que Rothschild retient une capitalisation boursière moyenne 1 mois au 7 septembre 2018.

5.4.2. Méthodologie

La valorisation analogique par les comparables boursiers de l'Établissement Présentateur procède d'une modélisation des agrégats d'EBITDA et d'EBIT 2018, 2019 et 2020[127] issus du PMT de l'Offre. Ledouble n'a pas retenu l'EBIT dans son analyse, cet agrégat n'étant pas présenté dans le PMT de l'Offre qui nous a été communiqué.

L'EBITDA utilisé par Rothschild diffère légèrement de celui de Ledouble, dans la mesure où nous avons exclu les contributions d'Ykone et de Magnetism à l'EBITDA (§ 4.6.3.3 et § 5.1).

Les écarts de multiples d'EBITDA observables au cas par cas entre l'Établissement Présentateur et Ledouble sont à relier au différentiel de date des capitalisations boursières retenues pour les comparables.

Ledouble se réfère par ailleurs à une médiane de multiples, l'Établissement Présentateur retenant une moyenne.

5.5. Valorisation analogique de l'Action par référence aux comparables transactionnels

Le panel de comparables de Rothschild :

- inclut Web MD, Parship et AOL, dont nous avons considéré que la taille et les activités étaient plus éloignées d'Aufeminin que celles des entités incluses dans notre panel ;
- exclut Ziff David, LLC, que nous considérons en revanche comme comparable à Aufeminin en termes d'activité et de taille.

Aucune différence méthodologique ne ressort de la comparaison des travaux de Ledouble et de l'Établissement Présentateur.

[125] Yahoo Japan, dont la capitalisation boursière est de l'ordre de 17,2 Md€, a pour activité la vente d'espaces publicitaires en ligne, le e-commerce et l'offre de solutions marketing en ligne.
[126] Time Out, dont la capitalisation boursière est de l'ordre de 126 M€, a pour activité la vente d'espaces publicitaires liés à des contenus thématiques (restaurants, activités culturelles, voyages).
[127] Le multiple 2020 a été utilisé à titre indicatif.

Les écarts de multiples d'EBITDA observables au cas par cas entre l'Établissement Présentateur et Ledouble sont à relier aux sources[128] dont ils sont issus.

5.6. Synthèse

La comparaison de nos travaux de valorisation de l'Action avec ceux de Rothschild est exposée ci-après :

Synthèse des éléments d'appréciation du prix d'Offre				Rothschild	
	Section	€ / action	Prime / (décote)	€ / action	Prime / (décote)
Prix d'Offre		**39,47 €**		**39,47 €**	
OPAS					
OPAS -14 juin au 4 juillet 2018	§ 2.2.1.2	39,47 €	-	39,47 €	-
Cession de Bloc					
Cession de Bloc	§ 4.3	39,47 €	-	39,47 €	-
Cours au 8 décembre 2017					
Spot	§ 4.4	26,41 €	**49,5%**		
Moyenne pondérée 20 séances	§ 4.4	26,68 €	**47,9%**		
Moyenne pondérée 1 mois	§ 4.4	26,69 €	**47,9%**		
Moyenne pondérée 3 mois	§ 4.4	26,04 €	**51,6%**		
Moyenne pondérée 6 mois	§ 4.4	26,76 €	**47,5%**		
Moyenne pondérée 9 mois		na	na		
Moyenne pondérée 12 mois	§ 4.4	28,26 €	**39,7%**		
Plus haut 12 mois	§ 4.4	30,81 €	**28,1%**		
Plus bas 12 mois	§ 4.4	23,33 €	**69,2%**		
Cours au 7 septembre 2018					
Spot	§ 4.4	39,47 €	-	38,50 €	**2,5%**
Moyenne pondérée 20 séances	§ 4.4	37,51 €	**5,2%**	n.a.	n.a
Moyenne pondérée 1 mois	§ 4.4	37,51 €	**5,2%**	37,49 €	**5,3%**
Moyenne pondérée 3 mois	§ 4.4	39,40 €	**0,2%**	39,43 €	**0,1%**
Moyenne pondérée 6 mois	§ 4.4	39,35 €	**0,3%**	39,38 €	**0,2%**
Moyenne pondérée 9 mois		na	na	38,93 €	**1,4%**
Moyenne pondérée 12 mois	§ 4.4	38,30 €	**3,1%**	38,37 €	**2,9%**
Plus haut 12 mois	§ 4.4	40,00 €	**(1,3%)**	39,98 €	**(1,3%)**
Plus bas 12 mois	§ 4.4	23,33 €	**69,2%**	23,50 €	**68,0%**
Approche intrinsèque					
DCF	§ 4.5	37,25 €	**5,9%**	37,46 €	**5,4%**
Approche patrimoniale					
Actif net comptable corrigé	§ 4.6.1	26,06 €	**51,5%**	na	na
Multiples transactionnels					
Transactions comparables médian	§ 4.6.2	30,50 €	**29,4%**	29,21 €	**35,1%**
Transactions comparables moyen	§ 4.6.2	31,49 €	**25,3%**	30,07 €	**31,3%**
Multiples boursiers					
VE / EBITDA 2018	§ 4.6.3	27,43 €	**43,9%**	24,14 €	**63,5%**
VE / EBITDA 2019	§ 4.6.3	27,45 €	**43,8%**	25,57 €	**54,4%**

[128] Informations financières publiques pour l'Établissement Présentateur ; *S&P Capital IQ* pour Ledouble.

6. Analyse des Accords Connexes

Nous avons pris connaissance du contenu des Accords Connexes relatifs à l'Offre Initiale, (i) par l'examen de la documentation suivante, dont il nous a été confirmé qu'elle constitue l'intégralité du corpus juridique de l'Opération, et (ii) par des entretiens avec la Direction, ainsi qu'avec les Conseils et l'Initiateur :

- *Share Purchase Agreement et Amendment agreement to the Share Purchase Agreement* en date du 17 janvier 2018 (§ 6.1) ;
- Project Orphée – *management compensation* en date du 30 novembre 2017 et *amendment n°1* en date du 12 décembre 2017 (§ 6.2) ;
- Contrat de liquidité conclu en date du 24 mai 2018 entre TF1 et les titulaires des plans d'Actions Gratuites (§ 6.3).

Les stipulations contractuelles sont présentées de façon détaillée § 6 de la note en réponse de l'Offre Initiale et résumées ci-après.

La note d'information conjointe relative à l'Offre (§ 1.4) indique qu'aucun accord connexe supplémentaire n'a été recensé.

Cette documentation appelle de notre part les commentaires suivants.

6.1. Contrat d'acquisition et avenant au contrat d'acquisition

Les termes du contrat d'acquisition (*Share Purchase Agreement*) et de son avenant (*Amendment Agreement to the Share Purchase Agreement*) en date du 17 janvier 2018 corroborent le descriptif de la structure et des objectifs de l'Opération tels que décrits dans la note d'information relative à l'Offre Initiale résumé *supra* (§ 2.2.1).

S'agissant du droit de suite sous la forme d'un complément de prix, TF1 a pris l'engagement de ne pas procéder dans les 24 prochains mois à une offre publique à un prix d'offre supérieur au Prix d'Offre de 39,47 € ; cette stipulation du *Share Purchase Agreement* ne trouve plus à s'appliquer au stade de l'Offre.

Par ailleurs, le Cédant a (i) remboursé à Aufeminin les coûts engagés en vue de la Cession et (ii) fourni des garanties visant à indemniser TF1 en cas de survenance de préjudices. Dans le cadre de l'Offre, ces stipulations ne sont pas applicables aux actionnaires apportant à l'Offre.

En outre, le communiqué du 1er mai 2018 précise que le Cédant remboursera à Aufeminin le montant des indemnités versées à Madame Marie-Laure Sauty de Chalon[129].

Ces éléments n'appellent pas d'observation particulière de notre part.

[129] À hauteur d'un montant de 1.269 K€, aux termes d'un courrier en date du 27 avril 2018 adressé par le Cédant à TF1.

6.2. Project Orphée – *management compensation* et *amendment* n°1

Le *management compensation* du 30 novembre 2017 et son *amendment n°1* en date du 12 décembre 2017 ont défini :

- de nouvelles modalités d'acquisition des plans d'Actions Gratuites[130] ;
- les montants des rémunérations variables de l'exercice 2017 et du bonus à long terme acquis[131] ;
- l'octroi d'un bonus exceptionnel au titre de l'Opération. Les salariés bénéficiaires du bonus exceptionnel étant également actionnaires de la société, nous avons procédé à une analyse spécifique de cette disposition.

Nous observons que :

- le montant octroyé est d'un total de 2.735 K€[132] ;
- le procès-verbal du Conseil d'Administration du 13 décembre 2017 stipule que ces sommes seront versées uniquement au titre des fonctions salariées, à l'exception de Madame Marie-Laure Sauty de Chalon ;
- les bénéficiaires de ce bonus exceptionnel lié à la Cession sont actionnaires de la Société ;
- après avoir procédé à une comparaison entre le montant individuel du bonus exceptionnel, et le nombre d'actions détenues par les salariés concernés, nous n'avons pas noté de corrélation entre les deux.

Dès lors, ces bonus ne peuvent être considérés comme un complément de prix octroyé à certains actionnaires d'Aufeminin.

6.3. Contrat de liquidité

Des contrats de liquidité ont été conclus le 24 mai 2018 entre TF1 et les titulaires d'Options et d'Actions Gratuites ne pouvant être apportées ou qui ne seront pas apportées à l'Offre.

Les contrats stipulent que TF1 s'est engagé au rachat des Actions Gratuites :

- au Prix d'Offre pendant les 6 mois à compter de la date de l'accord de liquidité ;
- ensuite en fonction d'une formule intégrant l'évolution de l'EBITDA d'Aufeminin, avec toutefois un prix maximum égal au Prix d'Offre.

[130] Réduction de la période d'acquisition et d'exercice ainsi que suppression des conditions de présence pour les plans 2016 et 2017. L'impact de ces plans d'Actions Gratuites a été intégré dans nos travaux d'évaluation (§ 4).
[131] Ces éléments font l'objet d'une présentation détaillée dans le paragraphe 2 du rapport du gouvernement d'entreprise mis à jour le 4 mai 2018.
[132] Sous la condition suspensive de la réalisation de l'acquisition par TF1 de la participation détenue par Axel Springer International Holding GmbH au capital d'Aufeminin (cette condition a été remplie le 27 avril 2018), et sous réserve de l'approbation de l'assemblée générale des actionnaires d'Aufeminin (conformément aux dispositions des articles L.225-37-2 et L.225-100 du Code de commerce pour les mandataires sociaux).

Les titulaires d'Options et d'Actions Gratuites ne pouvaient donc bénéficier d'un prix plus favorable que celui proposé aux actionnaires apportant à l'Offre.

Il est précisé dans la note d'information conjointe que tous les titulaires d'Actions Gratuites en période de conservation ont exercé leur promesse d'achat.

6.4. Autres stipulations contractuelles

Le 27 avril 2018, Axel Springer SE et Aufeminin ont conclu un *framework termination agreement* visant à mettre fin aux contrats intragroupe, à l'exception d'une liste définie de services[133] dont les modalités se poursuivent sans modification.

En parallèle, un contrat de services pour la période transitoire entre Aufeminin et Axel Springer[134] au titre du maintien de services informatiques d'accès aux infrastructures et aux applications, prévoyant des règles de facturation détaillées, est en cours de mise en place.

Les dispositions spécifiques relatives à la sortie des actionnaires minoritaires de My Little Paris et aux mesures financières incitatives au bénéfice des managers de la société ont fait l'objet d'une analyse ci-avant (§ 3.3.1).

6.5. Synthèse

En synthèse, nous n'avons pas relevé dans les Accords Connexes de dispositions susceptibles de préjudicier aux intérêts des actionnaires de la Société dont les titres sont visés par l'Offre.

[133] Les services sont à la fois clients et fournisseurs et concernent surtout des relations commerciales, la fourniture de licences, la sous location, des services IT, la comptabilité et la paie.
[134] *Service Schedule of transitional services agreement between Axel Springer and Aufeminin.*

7. Conclusion

À l'issue de nos travaux de valorisation de l'Action :

- nous sommes d'avis que le Prix d'Offre de 39,47 € est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires d'Aufeminin apportant leurs titres à l'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire ;

- nous n'avons pas relevé dans les Accords Connexes de disposition susceptible de porter préjudice aux intérêts des actionnaires d'Aufeminin apportant leurs titres à l'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire.

Paris, le 3 octobre 2018

LEDOUBLE SAS

Agnès PINIOT
Présidente – Associée

ANNEXES

- Programme de travail détaillé et rémunération de Ledouble — Annexe 1
- Principales étapes de l'expertise — Annexe 2
- Liste des personnes rencontrées et / ou contactées par Ledouble — Annexe 3
- Principales sources d'information exploitées — Annexe 4
- Composition de l'équipe Ledouble — Annexe 5
- Liste des expertises financières réalisées par Ledouble (2013 à 2018) — Annexe 6
- Performance des comparables boursiers — Annexe 7
- Présentation des comparables boursiers — Annexe 8
- Multiples transactionnels — Annexe 9

ANNEXE 1 : PROGRAMME DE TRAVAIL DÉTAILLÉ ET RÉMUNÉRATION DE LEDOUBLE

- Travaux préliminaires et prise de connaissance
  - Revue de presse et recherches documentaires
  - Entretiens avec la Direction et les représentants de l'Établissement Présentateur et des Conseils
  - Analyse de l'Opération et de son cadre juridique
  - Examen de la nature des Accords Connexes
  - Étude de l'évolution historique de la cotation de l'Action et de notes d'analystes
  - Requêtes documentaires
- Travaux de valorisation
  - Revue des résultats historiques, de la structure financière et des événements marquants de la Société
  - Étude de la structure d'endettement de la Société
  - Recherches d'informations sectorielles et financières dans les bases de données
  - Constitution d'un panel de sociétés comparables
  - Recherche de transactions comparables
  - Revue des prévisions à moyen et long terme avec la Direction
  - Analyse des opérations de croissance externe intégrant celles de 2018
  - Évaluation multicritère de l'Action et approches alternatives d'analyse de la valeur de l'Action et du Prix d'Offre
  - Recensement des primes extériorisées par le Prix d'Offre par référence à l'évaluation multicritère de l'Action
- Élaboration du Rapport
  - Rédaction d'une lettre de mission
  - Rédaction d'une proposition de lettres d'affirmation à l'attention du Président du Conseil d'Administration et du Président de l'Initiateur
  - Échanges avec les membres du comité *ad hoc*
  - Rédaction du Rapport
  - Administration et supervision de la Mission
- Rémunération

Le montant des honoraires de Ledouble s'établit à 40.000 € pour la présente Offre[135].

[135] En sus des honoraires relatifs à l'Offre Initiale.

ANNEXE 2 : PRINCIPALES ÉTAPES DE L'EXPERTISE[136]

- 3 au 9 septembre 2018
  - Contacts préliminaires avec l'Établissement Présentateur et les Conseils
  - Analyses à partir des informations publiques relatives à la Société
  - Désignation de l'expert indépendant par le Conseil d'Administration (7 septembre 2018)
  - Requêtes documentaires
- 10 au 16 septembre 2018
  - Analyse des principes et de la structure de l'Opération
  - Recherche et exploitation des informations publiques disponibles sur les sites Aufeminin et TF1
  - Recherche d'informations sectorielles et financières dans les bases de données
  - Examen de la documentation financière et juridique relative à l'Opération
  - Contacts avec la Direction de la Société et ses Conseils[137]
  - Mise à jour des requêtes documentaires
  - Exploitation des informations comptables et financières d'Aufeminin et de ses filiales au 30 juin 2018
  - Structuration de la trésorerie nette du Groupe au 30 juin 2018
- 17 au 23 septembre 2018
  - Rédaction et présentation de la lettre de mission
  - Contacts avec la Direction de la Société et ses Conseils et l'Initiateur
  - Réunion sur la revue des comptes historiques avec la Direction de la Société
  - Actualisation de nos travaux de revue du PMT de l'Offre
  - Évaluation multicritère de l'Action par référence au PMT de l'Offre et approches alternatives de valorisation
  - Analyse détaillée de l'évolution du cours de bourse de l'Action depuis l'Offre Initiale
  - Préparation du projet de Rapport
  - Mise à jour des requêtes documentaires
  - Examen du projet de note d'information conjointe de l'Initiateur et de la Société

[136] En sus des étapes décrites dans notre rapport relatif à l'Offre Initiale.
[137] Les représentants des Conseils que nous avons contactés et/ou rencontrés durant la Mission sont recensés en **annexe 3**.

ANNEXE 2 : PRINCIPALES ÉTAPES DE L'EXPERTISE (suite)

- 24 septembre au 3 octobre 2018
  - Examen des travaux de valorisation de l'Établissement Présentateur
  - Contacts avec la Direction de la Société et ses Conseils et l'Initiateur
  - Évaluation multicritère de l'Action par référence au PMT de l'Offre et approches alternatives de valorisation
  - Examen du projet de note d'information conjointe de l'Initiateur et de la Société
  - Proposition de lettres d'affirmation à l'attention du Président du Conseil d'Administration d'Aufeminin et du Directeur général finances de TF1
  - Entretien avec le Président du Conseil d'Administration d'Aufeminin
  - Entretien avec les membres du comité *ad hoc*
  - Préparation du projet de Rapport
  - Contrôle qualité et revue indépendante du projet de Rapport
  - Levée des derniers suspens
  - Présentation du Rapport au Conseil d'Administration avant le Dépôt du projet d'Offre

ANNEXE 3 : LISTE DES PERSONNES RENCONTRÉES ET / OU CONTACTÉES PAR LEDOUBLE

- Société

Aufeminin

Olivier Abecassis	Président Directeur Général
Patrick Caetano	Directeur administratif et financier
Mélanie Houeix	Responsable du contrôle financier
François Boucq	Directeur comptable
Marie Pic-Pâris Allavena	Administratrice indépendante
Karen Heumann	Administratrice indépendante

- Initiateur

TF1

Philippe Denery[138]	Directeur Général Adjoint Achats Finances
Damien O'Neill[138]	Directeur Comptable Fiscal et SI
Christine Bellin[138]	Directrice Stratégie, Développement et Transformation

- Conseils juridiques

Viguié Schmidt & Associés

Yves Schmidt	Associé
Fabrice Veverka	Associé
Camille Pedrini	Avocate
Jeremie Aflalo	Collaborateur

Darrois Villey Maillot Brochier

Pierre Casanova	Associé
Christophe Vinsonneau	Associé
Frédéric Chevalier	Collaborateur
Christophe-Marc Juvanon	Collaborateur

[138] Également administrateur d'Aufeminin.

ANNEXE 3 : LISTE DES PERSONNES RENCONTRÉES ET / OU CONTACTÉES PAR LEDOUBLE (suite)

- Établissement Présentateur

  Rothschild

  - Pierre-Henri Chappaz — Associé
  - Mansuy Dieudonné — *Associate*
  - Aniela de La Villemarqué — Analyste
  - Orlane Srebnik — Juriste
  - Elsa Fraysse — Juriste

- Conseil financier

  Evercore

  - Wladimir Wallaert — *Managing Director*

ANNEXE 4 : PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATION EXPLOITÉES

- Documentation relative à l'Opération

  Informations juridiques

  - Procès-verbal du Conseil d'Administration en date de l'Opération (7 septembre 2018)
  - Projets et version définitive de la note d'information conjointe de l'Initiateur et de la Société
  - Documentation associée à l'examen des Accords Connexes :
    - *Share Purchase Agreement* et *Amendment agreement to the Share Purchase Agreement dated 17 January 2018*
    - Project Orphée – *management compensation* 30 novembre 2017 et *Amendment* n°1 en date du 12 décembre 2017
    - Contrat de liquidité conclu en date du 24 mai 2018 entre TF1 et les titulaires des plans d'Actions Gratuites

  Informations financières

  - Rapport de valorisation de Rothschild

- Documentation juridique
  - Extrait Kbis (5 juillet 2018)
  - Statuts (11 juin 2018)
  - État de l'actionnariat au 31 décembre 2017, au 30 avril 2018 et au 21 septembre 2018
  - Procès-verbaux des réunions du Conseil d'Administration (2016 à 2018)
  - Procès-verbaux des Assemblées Générales (2016 à 2018)
  - Organigramme du Groupe au 31 décembre 2017 et au 30 juin 2018
  - État des litiges et contentieux
  - État des engagements hors bilan au 30 juin 2018
  - Contrats type d'émission de BSPCE et d'Options
  - Documentation juridique attachée aux acquisitions My Little Paris, Livingly Media et Ykone

- Documentation comptable et financière

  Informations historiques

  - Rapports financiers annuels (2015 à 2017) et semestriels (2016 à 2018)
  - Rapports des commissaires aux comptes (2015 à 2018)
  - Informations comptables et financières d'Aufeminin et de ses filiales au 30 juin 2018
  - Tests d'*impairment* au 31 décembre 2017

- Présentations au Conseil d'Administration
- Présentation au comité d'audit (2018)
- Rapports sur l'allocation du prix d'acquisition des sociétés My Little Paris et Livingly Media

- Informations prévisionnelles
  - Budget 2018
  - PMT de l'Offre (2018 à 2021) et documentation y afférente

- Bases de données
  - *Bloomberg*
  - *S&P Capital IQ*
  - *Xerfi*

- Références bibliographiques[139]

  Sites d'informations

  - Aufeminin. http://corporate.aufeminin.com/fr
  - TF1. https://www.groupe-tf1.fr/
  - AMF. http://www.amf-france.org/
  - Banque de France. https://www.banque-france.fr
  - FMI. https://www.imf.org/
  - Legifrance. https://www.legifrance.gouv.fr/
  - Comparables boursiers :
    - Future PLC. https://www.futureplc.com/
    - 1000Mercis. https://www.1000mercis.com/
    - Cookpad Inc. https://info.cookpad.com/en
    - XO Group. https://xogroupinc.com/
    - Axel Springer. http://www.axelspringer.de/en/

[139] Liens *Web* au 21 septembre 2018.

ANNEXE 4 : PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATION EXPLOITÉES (suite)

Études et articles

- Bilan 1er semestre 2018 de l'observatoire de l'e-pub, présenté par le SRI et réalisé par PwC, 20ème édition, juillet 2018
- Bilan 2017 de l'observatoire de l'e-pub, présenté par le SRI et réalisé par PwC, 19ème édition, janvier 2018
- BPI, « Le marché florissant des « box » mensuelles » (23 mai 2017), http://www.bpifrance.fr/A-la-une/Actualites/Le-marche-florissant-des-box-mensuelles-28234
- Classements NetObserver, printemps 2016 et automne 2017
- Communiqué BUMP (Baromètre Unifié du Marché Publicitaire) – Résultats du marché publicitaire au 1er trimestre 2018, 25 mai 2018.
- Communiqué BUMP (Baromètre Unifié du Marché Publicitaire) – résultats du marché publicitaire 2017, 13 mars 2018
- European Programmatic Market Sizing – IAB (Interactive Advertising Bureau) Europe et IHS Markit, septembre 2017
- FMI, « Perspectives de l'économie mondiale », avril 2018, p. 19, http://www.imf.org/fr/publications/weo
- Statista, « Digital Adversing », https://fr.statista.com/perspective/outlook/216/136/digitaladvertising/france#contentlist
- Xerfi, « Les régies publicitaires », mars 2018
- Xerfi, « Le e-commerce grand public », octobre 2017
- Ziqy, « Le petit livre blanc de la box par abonnement : comportement d'achat (2/3) », 30 janvier 2018, https://ziqy.co/tendances/livre-blanc-box-abonnement-comportement-achat/

ANNEXE 5 : COMPOSITION DE L'ÉQUIPE LEDOUBLE

Ledouble est un cabinet spécialisé dans l'expertise financière. À ce titre, il a réalisé de nombreuses missions d'expertise indépendante, notamment dans le cadre d'offres publiques. Les principales missions d'expertise et d'analyses financières indépendantes effectuées dans ce domaine depuis 2013 figurent en **annexe 6**.

Ledouble est membre fondateur de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association professionnelle agréée par l'AMF en application de l'article 263-1 de son règlement général, membre de la Société Française des Évaluateurs (SFEV), et suit les règles déontologiques décrites sur son site Internet : http://www.ledouble.fr.

L'équipe Ledouble conduit régulièrement des missions d'expertise indépendante et d'évaluation publiques ou privées.

- Agnès PINIOT, Associée, Présidente de Ledouble
  - Expert-comptable et commissaire aux comptes, MSTCF, Université Paris IX – Dauphine
  - Expert près la Cour d'appel de Paris
  - Membre de l'APEI
  - Membre de la SFEV
  - Membre de la Commission « Evaluation, Commissariat aux apports et à la fusion » de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC)
  - Membre de l'association nationale des Directeurs Financiers et de Contrôle de Gestion (DFCG)
- Stéphanie GUILLAUMIN, Associée
  - Toulouse Business School Grande École (Banque et Marchés Financiers)
  - *Master* I Monnaie Finance de l'Université Paris Ouest Nanterre La Défense
  - CIIA (*Certified International Investment Analysts*) – SFAF (Société Française des Analystes Financiers)
  - Membre de l'APEI
  - Membre de la SFEV
  - Membre de l'association nationale des Directeurs Financiers et de Contrôle de Gestion (DFCG)
- Augustin SEGRE, Responsable de mission
  - École Supérieure de Gestion – Grade de Master en Corporate Finance
  - *London Metropolitan University* – Bachelor International Finance Services
- Marjory Bruchon, CFA, Analyste
  - IAE Grenoble – Master Finance d'entreprise et des Marchés
  - Membre du CFA Society France

ANNEXE 5 : COMPOSITION DE L'ÉQUIPE LEDOUBLE (suite)

- Olivier CRETTÉ, Associé

  Contrôleur qualité

  Olivier Cretté n'a pas pris part directement aux travaux diligentés dans le cadre de l'expertise ; il est intervenu au titre de contrôleur qualité interne au sein de Ledouble conformément à l'article 2 de l'instruction AMF n°2006-08.

  - Expert-comptable et commissaire aux comptes
  - EM Lyon, docteur en sciences de gestion
  - Membre du Comité directeur de l'APEI
  - Membre de la SFEV
  - Membre de la Commission Évaluation de l'association des Directeurs Financiers et Contrôleurs de Gestion (DFCG)
  - Membre de la Commission des Normes Professionnelles de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC)
  - Professeur associé au Conservatoire National des Arts et Métiers (CNAM)

ANNEXE 6 : LISTE DES EXPERTISES FINANCIÈRES RÉALISÉES PAR LEDOUBLE (2013 À 2018)

Année	Société	Etablissement présentateur
2018	Direct Energie	Lazard Frères Banque, Société Générale CIB
2018	Altamir	CA-CIB
2018	Spir Communication	Kepler Cheuvreux
2018	Business & Decision	Portzamparc - Groupe BNP Paribas
2018	Aufeminin	Rothschild
2018	A2micile	Swiss Life Banque Privée
2017	Assystem	CA-CIB, BNP Paribas, Société Générale
2017	CGG	*
2017	Eurosic	Deutsche Bank, Natixis
2017	Etam Développement	Natixis, Rothschild
2016	Radiall	Oddo Corporate Finance
2016	Octo Technology	Société Générale
2016	Maurel et Prom	Crédit Agricole
2016	Tronics Microsystems	Kepler Cheuvreux
2016	Medtech	BNP Paribas
2016	Cegid	Natixis
2016	Technofan	Banque Degroof Petercam France
2016	Cegereal	JP Morgan
2015	Leguide.com	Natixis
2015	Norbert Dentressangle	Morgan Stanley
2015	Latécoère	*
2015	Linedata Services	Banque Degroof, HSBC, Natixis
2015	Euro Disney SCA	BNP Paribas
2014	Euro Disney SCA	*
2014	Siic de Paris	Natixis
2014	Bull	Rothschild
2013	Global Graphics	**
2013	Sam	Société Générale
2013	Etam	Natixis
2013	Tesfran	Oddo Corporate Finance
2013	Monceau Fleurs	Omega Capital Market
2013	Sical	Arkeon Finance
2013	Auto Escape	Portzamparc
2013	Klémurs	Morgan Stanley
2013	Foncière Sépric	Crédit Agricole CIB
2013	Elixens	Banque Palatine

** : Augmentation de capital réservée - article 261-2 ou 261-3 du règlement général de l'AMF.*
*** : Transfert de siège au Royaume-Uni.*

ANNEXE 7 : PERFORMANCES DES COMPARABLES BOURSIERS[140]

Comparables boursiers									
Société	Croissance du CA			% EBITDA			% EBIT		
	2018e	2019e	2020e	2018e	2019e	2020e	2018e	2019e	2020e
Aufeminin	**21,4%**	**14,6%**	**14,5%**	**15,8%**	**15,4%**	**15,4%**	**n.a.**	**n.a.**	**n.a.**
FUTURE PLC	38,2%	43,1%	2,4%	17,0%	19,2%	21,5%	14,7%	17,4%	18,9%
1000MERCIS	8,1%	8,3%	8,3%	16,6%	16,7%	16,9%	12,5%	12,8%	10,9%
COOKPAD INC	(11,5%)	0,6%	2,6%	25,3%	25,1%	24,5%	n.a.	n.a.	n.a.
XO GROUP INC	4,4%	9,1%	9,3%	22,0%	22,5%	24,5%	13,5%	15,3%	17,4%
AXEL SPRINGER SE	(10,7%)	4,2%	3,7%	23,3%	24,6%	25,7%	15,5%	16,6%	17,4%
Médiane	**4,4%**	**8,3%**	**3,7%**	**22,6%**	**23,5%**	**24,5%**	**13,5%**	**15,3%**	**17,4%**
Moyenne	**5,7%**	**13,1%**	**5,3%**	**21,8%**	**22,2%**	**22,9%**	**13,8%**	**14,9%**	**15,2%**

Source : Bloomberg

[140] Échantillon au 21 septembre 2018.

ANNEXE 8 : PRÉSENTATION DES COMPARABLES BOURSIERS[141]

Présentation des comparables			
Société	Pays	Description	Paramètres boursiers
Future PLC	GB	Future PLC est un groupe média multi-plateformes anglais proposant du contenu média et magazine dans les domaines de la technologie, des jeux vidéo, de la musique et de la photographie. Future PLC emploie plus de 800 salariés et réalise 80% de son chiffre d'affaires au Royaume-Uni et 20% aux Etats-Unis.	London Stock Exchange Capitalisation boursière : 398 M€ Flottant : 99,65% Rotation du flottant : 61,4%
1000Mercis	FR	1000Mercis est une entreprise française spécialisée dans la conception de dispositifs marketing en multi-canal pour les annonceurs, sur tous types de supports digitaux (PC, tablettes, objets connectés). Son activité est répartie à 38% pour le marketing interactif, à 29% pour le marketing mobile et 15% pour la publicité interactive. Avec environ 300 salariés, la société réalise 76% de son chiffre d'affaires en France et 24% à l'international.	NYSE ALTERNEXT Capitalisation boursière : 85 M€ Flottant : 90,98% Rotation du flottant : 25,2%
Cookpad Inc	JP	Cookpad Inc est un groupe japonais spécialisé dans l'édition du site internet cookpad.com, qui est un site communautaire d'échange et de publication de recettes de cuisine pour les particuliers, et la publicité en ligne. En 2017, le nombre d'utilisateurs mensuel moyen était de 56,65 millions. Le site cookpad.com est présent à l'international dans plus de 60 pays et 22 langues différentes ; son chiffre d'affaires est réparti à 99% sur le secteur de l'internet et du média, dont 30% de *digital advertising*.	Tokyo Stock Exchange First Section Capitalisation boursière : 373 M€ Flottant : 52,67% Rotation du flottant : 378,3%
XO Group Inc	US	XO Group est un groupe américain spécialisé dans l'édition de contenu dans les domaines du mariage, de l'éducation et de la famille. Son activité est répartie à 72% pour la publicité en ligne, à 17% pour le segment transactions et à 11% pour le *publishing*. Avec environ 750 salariés, XO Groupe réalise l'intégralité de son chiffre d'affaires aux Etats-Unis.	New York Stock Exchange Capitalisation boursière : 651 M€ Flottant : 94,80% Rotation du flottant : 144,8%
Axel Springer	ALL	Axel Springer est un groupe média allemand spécialisé dans le *publishing* et le marketing digital. Le Groupe est le *leader* européen dans son activité de *publishing* digital et le *leader* sur le marché allemand de la presse papier. Axel Springer emploie plus de 15 800 personnes et réalise 51% de son chiffre d'affaires en Allemagne.	MDAX Capitalisation boursière : 6.547 M€ Flottant : 43,11% Rotation du flottant : 88,5%

[141] Source : *Bloomberg*, documents de référence et sites d'informations des sociétés.

ANNEXE 9 : MULTIPLES TRANSACTIONNELS[142]

Multiples transactionnels			
Date	Acquéreur	Cible	VE/EBITDA
oct-15	Groupe Figaro SAS	Benchmark Group S.A.	9,7x
mars-16	Arnoldo Mondadori Editore S.p.A.	Banzai Media S.R.L.	11,3x
oct-16	Ziff Davis, LLC	Everyday Health, Inc.	15,0x
juil-17	Discovery Communications, Inc.	Scripps Networks Interactive, Inc.	9,5x
avr-16	Scripps Media, Inc.	Cracked Entertainment, Inc.	13,0x
Médiane			**11,3x**
Moyenne			**11,7x**

[142] Source : *S&P Capital IQ*, bases de transactions et communiqués de presse.

6. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION D'AUFEMININ

6.1. Rappel des décisions préalables du conseil d'administration relatives à l'Offre

Conformément aux meilleures pratiques de gouvernance ainsi qu'à la recommandation AMF n°2006-15, le conseil d'administration de la Société, lors de sa réunion du 7 septembre 2018, a mis en place un comité *ad hoc* chargé de superviser la mission de l'Expert Indépendant, et composé exclusivement des deux administratrices indépendantes (au sens du code de gouvernement d'entreprise AFEP-MEDEF, auquel la Société se réfère) de la Société : Mesdames Marie Pic-Pâris Allavena et Karen Heumann.

En outre, lors de cette même réunion du 7 septembre 2018, le conseil d'administration de la Société a désigné le cabinet Ledouble représenté par Madame Agnès Piniot (déjà mandatée lors de l'OPAS), en qualité d'Expert Indépendant en application des dispositions de l'article 261-1 I, notamment 1° et II du règlement général de l'AMF, avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Les membres du comité *ad hoc* ont pu échanger à plusieurs reprises avec l'expert indépendant, et suivre la réalisation de ses travaux.

6.2. Avis motivé du conseil d'administration

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, les membres du conseil d'administration se sont réunis le 3 octobre 2018, sur convocation faite conformément aux statuts et au règlement intérieur du conseil d'administration de la Société, afin d'examiner le projet d'Offre et de rendre leur avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et ses conséquences pour la Société. Tous les membres du conseil d'administration de la Société étaient présents ou représentés.

Un extrait des délibérations de cette réunion, contenant l'avis motivé du conseil d'administration, est reproduit ci-dessous :

« *Le conseil d'administration de la société Aufeminin (« **Aufeminin** » ou la « **Société** ») s'est réuni ce jour à l'effet, conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (« **AMF** »), de rendre un avis motivé sur l'intérêt que représente pour la Société, ses actionnaires et ses salariés le projet d'offre publique de retrait qui sera immédiatement suivie d'une procédure de retrait obligatoire (l'« **Offre** ») initié par la société Télévision Française 1, société anonyme au capital de 41.979.068 euros dont le siège social est situé 1, quai du Point du jour, 92100 Boulogne-Billancourt, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 326 300 159 et dont les actions sont admises aux négociations sur le marché réglementé Euronext Paris – Compartiment A sous le code ISIN FR0000054900 et le mnémonique TF1 (« **TF1** » ou l'« **Initiateur** »), visant la totalité des actions Aufeminin non détenues par l'Initiateur lors du dépôt de son projet d'offre à un prix de 39,47 euros par action.*

*Le Président rappelle que le projet d'Offre fait suite à l'acquisition hors marché, le 7 septembre 2018, par TF1 d'actions Aufeminin, à l'issue de laquelle TF1 a déclaré à la Société et à l'AMF avoir franchi à la hausse les seuils de 95% du capital et des droits de vote de la Société (TF1 détenant 9 206 457 actions Aufeminin représentant 95,26% du capital et 95,22% des droits de vote de la Société). Il rappelle également qu'en conséquence de l'acquisition hors marché auprès de Axel Springer International Holding GmbH de 7 385 493 actions représentant 78,07% du capital et 77,94% des droits de vote de la Société à un prix de 39,47 euros par action, dont la réalisation est intervenue le 27 avril 2018, TF1 a déposé une offre publique d'achat simplifiée sur le solde du capital de la Société, dont la clôture est intervenue le 4 juillet 2018, et à l'issue de laquelle TF1 détenait 9 015 415 actions représentant 93,28% du capital et 93,25% des droits de vote de la Société (l'« **OPAS** »).*

*Le Président rappelle également, que, conformément aux meilleurs pratiques de gouvernance ainsi qu'à la recommandation AMF n°2006-15, lors de sa réunion du 7 septembre 2018, le conseil d'administration a mis en place un comité ad hoc chargé de superviser la mission de l'expert indépendant, et composé des deux membres indépendants du conseil – à savoir Mesdames Marie Pic-Pâris Allavena et Karen Heumann (les « **Administratrices Indépendantes** »). Et que, lors de cette même réunion du 7 septembre 2018, le conseil d'administration de la Société a désigné le cabinet Ledouble, représenté par Madame Agnès Piniot, en qualité d'expert indépendant en application des dispositions de l'article 261-1 I, notamment 1° et II du règlement général de l'AMF, avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières de l'Offre, étant précisé que le cabinet Ledouble était intervenu en application des dispositions susvisées dans le cadre de l'OPAS.*

Le Président indique que les Administratrices Indépendantes ont pu échanger à plusieurs reprises avec l'expert indépendant, et suivre la réalisation de ses travaux. Les Administratrices Indépendantes ont été assistées dans cette tâche par le cabinet Viguié Schmidt & Associés A.A.R.P.I., conseil juridique de la Société.

Préalablement à la réunion de ce jour, les membres du conseil d'administration ont pu prendre connaissance des documents suivants :

- *le projet de note d'information conjointe de l'Initiateur et de la Société devant être déposé auprès de l'AMF ce jour, présentant, notamment, le contexte et les motifs de l'Offre, les intentions de l'Initiateur, les caractéristiques de l'Offre ainsi que les éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par l'établissement présentateur, Rothschild Martin Maurel ; et*

- *l'attestation de l'expert indépendant, qui conclut au caractère équitable, pour les actionnaires minoritaires de la Société, du prix offert de 39,47 euros par action de la Société, y compris dans le cadre de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire.*

Les membres du conseil d'administration autres que les Administratrices Indépendantes indiquent que compte tenu du conflit d'intérêt potentiel dans lequel ils se trouvent, ils ne s'exprimeront pas et laisseront les Administratrices Indépendantes débattre sur l'intérêt de l'Offre et sur les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Le Président rappelle les termes de l'Offre, tels que décrits dans le projet de note d'information conjointe. Il ajoute que l'Offre constitue le terme du processus de prise de contrôle de la Société par TF1.

Le Président invite alors l'expert indépendant, le cabinet Ledouble, représenté par Madame Agnès Piniot, à présenter les conclusions de ses travaux au conseil d'administration.

L'expert indépendant présente alors une synthèse de ses travaux et rappelle les conclusions de son rapport :

- *il a été confirmé l'absence de fait nouveau depuis l'OPAS susceptible de remettre en cause les conclusions du rapport établi sur les conditions financières de cette dernière ;*

- *le prix offert de 39,47 euros par action extériorise une prime sur l'ensemble des critères d'évaluation ;*

- *l'Offre ouvre aux actionnaires de la Société qui n'ont pas apporté leurs titres à l'OPAS une nouvelle fenêtre de liquidité immédiate, ainsi qu'un niveau de prime sur le cours de bourse supérieur à celui observé historiquement en moyenne sur des offres publiques au cours de l'année 2017 portant sur la majorité du capital ; le prix offert dans le cadre de l'Offre s'avère en tout état de cause supérieur aux cours de bourse constatés depuis l'introduction en bourse de la Société jusqu'à l'annonce du rapprochement avec TF1, toutes périodes d'observation confondues ;*

- *la valorisation intrinsèque par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie (Discounted Cash Flows), qui borne par le haut les fourchettes de valorisation de l'action, est construite à partir du plan à moyen terme du groupe Aufeminin, que nous considérons comme volontariste ; nous ne l'avons toutefois pas affecté d'un risque de réalisation afin d'afficher, dans le contexte de l'Offre, qui sera suivie par une procédure de retrait obligatoire, une valeur maximale de l'action ; pour autant, le prix offert de 39,47 euros par action extériorise également une prime sur cette valorisation ;*

- *à l'issue de nos travaux de valorisation de l'action Aufeminin, nous sommes d'avis que le prix offert de 39,47 euros par action est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires d'Aufeminin apportant leurs titres à l'offre publique de retrait. Cette conclusion s'applique également à la procédure de retrait obligatoire qui sera mise en œuvre à l'issue de l'Offre.*

Les Administratrices Indépendantes présentent au conseil d'administration les conclusions de leurs travaux de revue du projet d'Offre :

- *S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour les actionnaires minoritaires, au plan financier, elles notent que :*

  - *l'Offre représente une nouvelle opportunité de liquidité immédiate pour l'ensemble des actionnaires n'ayant pas apporté leurs titres à l'OPAS alors que, sur le marché du titre, les échanges sont désormais extrêmement limités ;*

  - *le prix offert dans le cadre de l'Offre est identique au prix payé par TF1 pour acquérir une participation majoritaire au capital de la Société et dans le cadre de l'OPAS ;*

  - *le prix offert de 39,47 euros par action extériorise une prime de 49,5% par rapport au cours précédant l'annonce du rapprochement avec TF1 (moyenne des cours de bourse pondéré par les volumes au 8 décembre 2017, qui s'élevait à 26,41 euros) et, respectivement, de 47,9 %, 51,6 %, 47,5 % et 39,7 % par rapport au cours moyen pondéré par les volumes sur les 1, 3, 6 et 12 mois précédant cette date, ainsi qu'une prime de 6,8 % par rapport au plus haut cours historique de l'action Aufeminin avant l'annonce du rapprochement avec TF1 (cours du 9 janvier 2014, qui s'élevait à 36,95 euros) ;*

  - *l'expert indépendant a relevé que le prix offert de 39,47 euros fait ressortir une prime par rapport à l'ensemble des critères d'évaluation qu'il a retenus et que ce prix est équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société qui choisiraient d'apporter leurs actions à l'Offre ;*

- *S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour la Société, elles relèvent que :*

  - *l'Initiateur considère que l'Offre « favorisera le développement de la Société et n'aura pas d'incidence négative sur la politique industrielle, commerciale et financière de la Société » ;*

- *S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour les Salariés, elles relèvent que :*

  - *l'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société et que TF1 indique avoir l'intention de « en associant l'équipe dirigeante et l'ensemble des salariés de la Société, […] poursuivre les orientations stratégiques mises en œuvre par le conseil d'administration et l'équipe dirigeante actuelle de la Société, tout en l'accompagnant afin de conserver et renforcer sa position auprès de ses principaux clients » ; TF1 indique également que l'Offre « n'aura pas d'impact négatif sur sa politique en matière d'emploi, les salariés de la Société continuant à bénéficier de leur précédent statut »*

- *un mécanisme de liquidité a déjà été mis en œuvre au profit des détenteurs d'actions gratuites indisponibles qui n'auront pas pu être apportées à l'Offre.*

– *S'agissant de la procédure de retrait obligatoire des actions Aufeminin qui sera mise en œuvre par TF1 à l'issue de l'Offre elles relèvent que :*

- *TF1 détient déjà plus de 95% du capital et des droits de vote de la Société ;*
- *l'expert indépendant a relevé que le prix offert de 39,47 euros est équitable d'un point de vue financier y compris dans le cadre de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire ;*
- *le retrait de la cotation du marché Euronext Paris sera de nature à simplifier le fonctionnement de la Société et lui permettra de consacrer ses ressources à son développement.*

Au vu des objectifs et intentions exprimées par l'Initiateur, du rapport de l'expert indépendant, et des conclusions des travaux de revue des Administratrices Indépendantes, le conseil d'administration, après en avoir délibéré et étant précisé que les administrateurs autres que les Administratrices Indépendantes ont souhaité exprimer un vote en suivant la position dégagée par les Administratrices Indépendantes, considère que l'Offre est conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés et décide, à l'unanimité, d'émettre un avis favorable sur le projet d'Offre tel qu'il lui a été présenté. Il recommande en conséquence aux actionnaires de la Société qui souhaiteraient bénéficier d'une liquidité immédiate d'apporter leurs actions à l'Offre, tout en prenant acte de ce que, en toute hypothèse, les actions non apportées à l'Offre seront transférées à l'Initiateur moyennant une indemnisation égale au prix de l'Offre (soit 39,47 euros par action), dans le cadre du retrait obligatoire qui sera mis en œuvre à l'issue de l'Offre. »

7. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Les membres du conseil d'administration de la Société ne détiennent pas d'actions aufeminin.

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

À la date de la présente note d'information conjointe, la Société ne détient aucune de ses propres actions.

9. PERSONNES RESPONSABLES DU CONTENU DE LA NOTE D'INFORMATION CONJOINTE

Pour l'Initiateur

« *À ma connaissance, les données de la présente note d'information conjointe relatives à la société Télévision Française 1 sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée.* »

Télévision Française 1
représentée par son Président-Directeur Général, M. Gilles Pélisson

Pour la Société

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

aufeminin
représentée par son Président-Directeur Général, M. Olivier Abecassis

Pour l'établissement présentateur

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

Rothschild Martin Maurel