



Ledouble

SOLOCAL

204, rond-point du Pont-de-Sèvres
92100 Boulogne-Billancourt

RESTRUCTURATION FINANCIÈRE RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT

JUIN 2024

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 438 360 €

RCS PARIS B 392 702 023 – TVA Intracommunautaire FR 50 392 702 023



SOMMAIRE

1.	INTRODUCTION.....	6
1.1.	Rappel du contexte	6
1.2.	Cadre de l'intervention de Ledouble	9
1.3.	Indépendance et compétence de Ledouble	10
1.4.	Diligences effectuées	10
1.5.	Affirmations obtenues et limites de la Mission.....	11
1.6.	Plan du rapport	12
1.7.	Conventions de présentation.....	12
2.	CONTEXTE DE LA RESTRUCTURATION	13
2.1.	Présentation de Solocal.....	13
2.2.	Actionnariat de la Société.....	13
2.3.	Instruments donnant accès au capital	13
2.4.	Difficultés financières rencontrées par le Groupe	14
2.5.	Structure d'endettement du Groupe au 31 décembre 2023.....	16
2.6.	Modalités de la Restructuration.....	20
3.	ANALYSE SECTORIELLE ET DU GROUPE	25
3.1.	Principales caractéristiques du secteur du marketing digital	25
3.2.	Positionnement du Groupe.....	28
3.3.	Analyse historique de la performance du Groupe	30
3.4.	Matrice SWOT.....	36
4.	ÉVALUATION DU GROUPE DANS UNE PERSPECTIVE DE CONTINUITÉ D'EXPLOITATION	37
4.1.	Rappel du contexte	37
4.2.	Données structurant l'Évaluation Multicritère	37
4.3.	Méthodes d'évaluation écartées	40
4.4.	Références boursières	41
4.5.	Valorisation intrinsèque par actualisation des flux prévisionnels de trésorerie ou <i>Discounted Cash-Flow</i> (DCF).....	44
4.6.	Valorisation analogique par les Comparables Boursiers.....	51
4.7.	Synthèse de l'Évaluation Multicritère	53
5.	ANALYSE DES CONDITIONS FINANCIÈRES DE LA RESTRUCTURATION	55
5.1.	Analyse de l'actionnariat post-Restructuration.....	55
5.2.	Analyse de la structure financière post-Restructuration	60
5.3.	Analyse de la valorisation du Groupe post-Restructuration	61
5.4.	Analyse de l'impact de l'Opération sur le patrimoine des Actionnaires existants	65
6.	CONCLUSION	69
	ANNEXES.....	70

GLOSSAIRE, SIGLES ET ACRONYMES

Accord de Principe	Accord de principe en date du 12 avril 2024 conclu entre la Société, Ycor, le Groupe d'Obligataires et les Prêteurs RCF
Action(s)	Action(s) de Solocal
Actionnaires	Détenteurs de capital sous la forme d'Actions
AGA	Attribution d'actions gratuites
AGE	Assemblée Générale Extraordinaire
AGUO	Assemblée Générale Unique des Obligataires
AMF	Autorité des marchés financiers
ANC	Actif net comptable
Attestation d'Équité	Conclusion du Rapport
Augmentation de Capital avec maintien du DPS	Augmentation de capital en numéraire de 18 M€ avec maintien du droit préférentiel de souscription ouverte à tous les actionnaires de Solocal et garantie par Ycor et les Obligataires Garants
Augmentation de capital Regicom	Augmentation de capital en nature de 35 M€ rémunérant Ycor de l'apport des titres Regicom
Augmentation de Capital Réserve	Augmentation de capital réservée en numéraire de 25 M€ avec suppression du droit préférentiel de souscription intégralement souscrite par Ycor
Augmentation de Capital Réserve Obligataires	Augmentation de capital réservée aux porteurs de l'Obligation avec suppression du DPS des actionnaires d'un montant de l'ordre de 196 M€
BFR	Besoin en fonds de roulement
bp	Points de base
BSA	Bon de souscription d'actions
BUMP	Baromètre Unifié du Marché Publicitaire et de la communication
CAGR	Taux de croissance moyen annualisé
CMPC	Coût moyen pondéré du capital
CMPV	Cours moyen(s) pondéré(s) par les volumes
CoC	<i>Cost of Capital</i>
Comité Ad Hoc	Comité Ad Hoc composé de Monsieur Philippe Mellier (Président), Madame Ghislaine Mattlinger (administrateur indépendant) et Madame Delphine Grison (administrateur indépendant)
Comparables Boursiers	Panel de sociétés constitué pour l'évaluation analogique du Groupe par les multiples boursiers
Conciliateur	SELARL FHB, prise en la personne de Maître Hélène Bourbouloux
Conseil d'Administration	Conseil d'administration de Solocal

Conseils	Conseils juridiques et financiers de Solocal
Crédit RCF	Crédit senior renouvelable
Date d'Évaluation	17 mai 2024
DCF	<i>Discounted Cash Flow</i>
DEU	Document d'enregistrement universel
Direction	Management de la Société
DPS	Droit préférentiel de souscription
EBIT	<i>Earnings Before Interests and Taxes</i>
EBITDA	<i>Earnings Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization</i>
Évaluation Multicritère	Évaluation multicritère de l'Action
Groupe	Périmètre consolidé de la Société et de ses filiales
Groupe d'Obligataires	Groupe de créanciers obligataires représentant 84% des Obligations et 100% du Mini Bond
IFRS	<i>International Financial Reporting Standards</i>
Ledouble	Ledouble SAS
Mandataire Ad Hoc	SELARL FHB, prise en la personne de Maître Hélène Bourbouloux
Mini Bond	Emprunt obligataire d'un montant de 18,7 M€ au 31 décembre 2023
Mission	Évaluation indépendante de Ledouble
Obligataires	Porteurs des Obligations et du Mini Bond
Obligataires Garants	Obligataires garantissant l'Augmentation de Capital avec maintien du DPS
Obligation	Souche principale de l'emprunt obligataire coté
Obligations	Emprunt obligataire d'un montant de 176,7 M€ au 31 décembre 2023
Opération	Restructuration financière de Solocal
Période d'Extrapolation	Période d'extension des prévisions du Plan d'affaires (2028-2029)
Période Explicite	Période explicite des prévisions du Plan d'Affaires (2024-2027)
Plan d'Affaires de l'Opération	Plan d'affaires de la Société à horizon 2027 établi par la Direction en avril 2024 et approuvé par le Conseil d'Administration du 3 mai 2024
Plan d'Affaires Septembre 2023	Plan d'affaires de la Société à horizon 2027 établi par la Direction en septembre 2023
Plan d'Affaires Ycor	Plan d'affaires établi par Ycor fin 2023
Plan de SFA 2014	Plan de sauvegarde financière accéléré arrêté par le Tribunal de commerce de Nanterre le 9 mai 2014
Plan de SFA 2020	Plan de sauvegarde financière accéléré arrêté par le Tribunal de commerce de Nanterre le 6 août 2020

Plan de SFA 2024	Plan de sauvegarde financière accéléré prévu dans l'Accord de Principe arrêté par le Tribunal de commerce de Nanterre au plus tard le 15 juillet 2020
Première Réduction de Capital	Réduction de capital de la Société motivée par des pertes par voie de réduction de la valeur nominale des Actions de 1 euro à 0,001 euro par Action
Prêt BPI Atout	Prêt contracté auprès de la BPI
Prêteurs RCF	Créanciers à hauteur de 78,6% du RCF
Protocole de Conciliation 2020	Protocole de conciliation signé le 27 juillet 2020 visant la mise en place du Crédit RCF et du Mini Bond
Protocole de Conciliation 2024	Protocole de conciliation signé le 6 mai 2024 en vue de la restructuration du Crédit RCF et du Mini Bond
PSE	Plan de sauvegarde de l'emploi
Rapport	Rapport d'évaluation indépendante établi par Ledouble
Regicom	Regicom Webformance SAS
Regroupement	Regroupement des Actions, au résultat duquel 1.000 Actions d'une valeur nominale de 0,001 € donneront droit à une nouvelle Action
Restructuration	Restructuration financière de Solocal
SA	Société anonyme
SCA	Société en commandite par actions
Seconde Réduction de Capital	Réduction de capital non motivée par des pertes par réduction de la valeur nominale des Actions, au résultat de laquelle la valeur nominale d'1 Action sera égale à 0,01 € chacune
Société	Solocal Group SA
Solocal	Solocal Group SA
TERP	<i>Theoretical ex-rights Price</i>
TSSDI	Titres de dette super-subordonnés à durée indéterminée
Transactions Comparables	Panel d'opérations constitué pour l'évaluation analogique du Groupe par les multiples transactionnels
Valeur d'Entreprise	Valeur d'entreprise des activités opérationnelles du Groupe
VE	Valeur d'Entreprise
Ycor	Ycor SCA

1. Introduction

Dans le cadre de la restructuration financière de la société Solocal Group SA¹ (« **Solocal** » ou la « **Société** »), Ledouble SAS (« **Ledouble** ») a été mandaté le 24 avril 2024 en qualité d'expert indépendant par le Conseil d'administration de Solocal (le « **Conseil d'Administration** »), à titre volontaire, afin d'établir un rapport sur les conditions financières de la restructuration de Solocal (la « **Restructuration** » ou l'« **Opération** ») intégrant :

- une augmentation de capital en numéraire d'un montant de 18 M€ avec maintien du droit préférentiel de souscription (l'« **Augmentation de Capital avec maintien du DPS** ») ouverte à tous les actionnaires de Solocal, garantie par la société Ycor² (« **Ycor** ») et certains détenteurs d'obligations Solocal (les « **Obligataires Garants** »), faisant partie d'un groupe d'Obligataires (le « **Groupe d'Obligataires** »)³ signataires de l'Accord de Principe, à hauteur respectivement de 13 M€ et 5 M€ ;
- une augmentation de capital réservée aux obligataires (les « **Obligataires** ») porteurs d'obligations Solocal⁴ (les « **Obligations** ») et d'obligations mini bond⁵ (le « **Mini Bond** ») avec suppression du DPS des actionnaires, d'un montant de l'ordre de 195,6 M€ (l'« **Augmentation de Capital Réserve Obligataires** ») ;
- une augmentation de capital réservée avec suppression du DPS intégralement souscrite par Ycor en numéraire, d'un montant de 25 M€ (l'« **Augmentation de Capital Réserve** ») ;
- l'émission de 1.868.807.116 bons de souscription d'actions (« **BSA** ») attribués à Ycor ;
- l'émission de 718.074.371 BSA attribués aux Obligataires Garants ;
- une augmentation de capital d'un montant de 35 M€ (l'« **Augmentation de capital Régicom** ») rémunérant Ycor pour l'apport en nature à Solocal des titres représentant la totalité du capital de la société Regicom Webformance SAS (« **Regicom** »)

1.1. Rappel du contexte

1.1.1. Activité de Solocal

Le groupe constitué de Solocal et ses filiales (le « **Groupe** ») propose aux entreprises une gamme complète de services afin de répondre à leurs besoins digitaux pour améliorer leur visibilité⁶ sur internet et apporter une aide numérique à l'activité⁷ au travers d'un guichet unique.

Pour améliorer son service « clients » et réduire ses coûts, Solocal entreprend une mutation vers un format intégralement digital avec des offres *Cloud* et des services *SaaS*⁸.

¹ Solocal Group SA, sise 204 Rond-Point du Pont de Sèvres, 92100 Boulogne-Billancourt, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 552 028 425.

² Ycor SCA, sise 28, boulevard d'Avranches, L-1160 Luxembourg, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Luxembourg sous le numéro B221692.

³ Groupe de créanciers obligataires représentant 84% des Obligations et 100% du Mini Bond.

⁴ Emprunt obligataire d'un montant de 176,7 M€ au 31 décembre 2023 ; l'« **Obligation** » désigne la souche principale de l'emprunt obligataire.

⁵ Souche de l'emprunt Mini Bond coté.

⁶ Création de site internet, référencement, publicité digitale, inscription sur PagesJaunes...

⁷ Prise de rendez-vous, messagerie, avis clients...

⁸ *Software as a service*.

1.1.2. Difficultés opérationnelles et financières

Depuis plusieurs années, le Groupe connaît des difficultés à la fois financières et opérationnelles.

En octobre 2006, France Telecom a cédé sa participation de 54% dans le capital de PagesJaunes aux fonds d'investissement KKR et Goldman Sachs.

Cette réorganisation du capital de Solocal a été accompagnée de la mise en place d'un financement bancaire⁹ d'un montant total de 2,35 Md€ composé d'un prêt senior moyen terme de 1,95 Md€ et d'une ligne de crédit revolving de 400 M€.

Compte tenu de la modification du modèle économique dans lequel le Groupe opérait, les flux de trésorerie générés par l'activité du Groupe ont été insuffisants pour faire face à cet endettement ; une procédure de sauvegarde accélérée a été ouverte en 2013.

Depuis lors, le Groupe a fait l'objet de quatre restructurations financières et connu plusieurs changements de gouvernance ; la dernière restructuration financière du Groupe est intervenue en 2020 (§ 2.4).

Lors de la publication des résultats annuels 2022 et du chiffre d'affaires du premier trimestre 2023, en date du 27 avril 2023¹⁰, Solocal a informé le marché :

- de ses difficultés financières dues à la maturité de sa dette ;
- que l'accroissement du facteur de risque lié au refinancement créait une incertitude significative sur la continuité d'exploitation d'ici à l'échéance de mars 2025.

Face à ces difficultés, Solocal a annoncé, le 7 juin 2023¹¹, son intention d'engager des discussions avec ses créanciers financiers afin d'obtenir l'accord des porteurs d'Obligations¹² et de Mini Bond¹³ pour différer le paiement des coupons échus le 15 juin 2023 et le 15 septembre 2023 jusqu'au 30 septembre 2023.

1.1.3. Mandat ad hoc

Par ordonnance du 14 juin 2023, le Président du Tribunal de commerce de Nanterre a ouvert une procédure de mandat ad hoc au bénéfice de la Société, et a désigné la SELARL FHBX, prise en la personne de Maître Hélène Bourbouloux, en qualité de mandataire ad hoc (le « **Mandataire Ad Hoc** ») pour une durée initiale de quatre mois.

Dans le cadre du mandat ad hoc, la Société a sollicité :

- une suspension du paiement des coupons attachés aux Obligations et au Mini Bond auprès des Obligataires afin de préserver sa trésorerie pendant le processus d'adossement nécessaire à sa pérennité :
 - la Société a reçu l'accord de la majorité requise des Obligataires pour différer le paiement des coupons dus le 15 juin 2023, le 15 septembre 2023 et le 15 décembre 2023, jusqu'au 29 février 2024 ;

⁹ Avec un syndicat bancaire constitué de sept banques internationales.

¹⁰ Communiqué de presse du [27 avril 2023](#).

¹¹ Communiqué de presse du [7 juin 2023](#).

¹² Obligations d'un montant total en principal de 7.689.747,06 € au 31 décembre 2023 portant intérêts à Euribor 3 mois flooré à 1 % + 7 % spread et arrivant à échéance au 15 mars 2025 émises par Solocal.

¹³ Obligations d'un montant total en principal de 18.743.702,88 € au 31 décembre 2023 portant intérêts à Euribor 3 mois flooré à 1 % + 7 % spread et arrivant à échéance au 15 mars 2025 émises par Solocal.

- bien que la Société ne bénéficie plus depuis le 29 février 2024 de cet accord de report de paiement, elle n'a pas payé les coupons dus à cette date, lesquels s'élèvent à un montant de 15,6 M€ ;
- des créanciers du crédit senior renouvelable (le « **Crédit RCF** »), un remboursement des montants dus en actions ordinaires de la Société (les « **Actions** ») à la date de maturité initiale, soit en septembre 2023 ; les créanciers du Crédit RCF ayant écarté cette proposition, la date de maturité du Crédit RCF¹⁴ :
 - selon l'analyse de la Société, a été automatiquement repoussée de septembre 2023 à septembre 2024 ;
 - selon l'analyse de la contrepartie, demeure inchangée.

Le 13 juillet 2023¹⁵, le Groupe a annoncé la préparation d'un nouveau plan stratégique intégrant des réflexions sur la structure financière et capitalistique du Groupe.

Sous l'égide du Mandataire Ad Hoc¹⁶, la Société a initié un processus d'adossement pour identifier un partenaire industriel et/ou un acquéreur.

En octobre 2023, le Groupe d'Obligataires a présenté une proposition dite *stand alone* prévoyant notamment un désendettement significatif du Groupe.

Plusieurs acteurs industriels ont également manifesté leur intérêt, dont Ycor qui a adressé à la Société une première offre indicative le 27 octobre 2023.

Des offres successives ont été échangées entre novembre 2023 et mars 2024 entre la Société, le Conseil d'administration, Ycor, ainsi que les Obligataires et les créanciers du Crédit RCF.

Par ordonnance du 1^{er} mars 2024, le Président du Tribunal de commerce de Nanterre a ouvert une procédure de conciliation, et a désigné la SELARL FHBX, prise en la personne de Maître Hélène Bourbouloux, en qualité de conciliateur de la Société (le « **Conciliateur** »).

Le 13 mars 2024¹⁷, Solocal a annoncé poursuivre le processus de restructuration financière avec l'examen de deux offres :

- une offre émanant des créanciers obligataires prévoyant un apport de liquidités exclusivement en dette ; et
- une offre portée par Ycor, combinant des apports en capital et des synergies industrielles.

Le 12 avril 2024¹⁸, Solocal a annoncé avoir signé un accord de principe (l'« **Accord de Principe** ») avec Ycor, le Groupe d'Obligataires¹⁹, et des créanciers représentant 78,6% du Crédit RCF (les « **Prêteurs RCF** »)²⁰.

¹⁴ Facilité de crédit senior renouvelable d'un montant en principal de 34.000.000 € portant intérêts à Euribor (avec taux Euribor flooré à 0 %) + 5 % de marge.

¹⁵ Communiqué de presse du [13 juillet 2023](#).

¹⁶ La mission du Mandataire Ad Hoc a été prorogée le 18 octobre 2023 par ordonnance du Tribunal de commerce de Nanterre.

¹⁷ Communiqué de presse du [13 mars 2024](#).

¹⁸ Communiqué de presse du [12 avril 2024](#).

¹⁹ Avec une possibilité d'adhésion des autres créanciers obligataires.

²⁰ Étant précisé que le titulaire de la part restante du Crédit RCF a également adhéré à l'Accord de Principe le 24 avril 2024, de telle sorte qu'à la date du présent rapport l'intégralité des titulaires du Crédit RCF a signé ou adhéré à l'Accord de Principe.

L'Accord de Principe prévoit les modalités d'un plan de sauvegarde accéléré (le « **Plan de SFA 2024** ») incluant :

- la modification du Plan de SFA 2020²¹ ;
- un accord de restructuration du Crédit RCF et du Mini Bond conclu avec les créanciers concernés (le « **Protocole de Conciliation 2024** ») ;
- une renégociation avec le prêteur au titre du prêt contracté auprès de la BPI (le « **Prêt BPI Atout** ») ; et
- l'approbation par les actionnaires de Solocal (les « **Actionnaires** »), lors d'une AGE, des augmentations de capital de la Société (§ 1).

Le 18 avril et le 19 avril 2024, les Obligataires Garants ont notifié à la Société leur engagement de *backstop*.

Le 23 avril 2024²², l'AGUO a approuvé le projet de modification du Plan de SFA 2020.

Le Protocole de Conciliation 2024 a été signé le 6 mai 2024 avec les Prêteurs RCF et l'intégralité des porteurs de Mini Bond.

L'arrêté du Plan de SFA 2024, ainsi que l'homologation du Protocole de Conciliation 2024 par un jugement du Tribunal de Commerce de Nanterre, prévue au plus tard le 15 juillet 2024, mettra fin à la procédure de conciliation.

1.2. Cadre de l'intervention de Ledouble

Dans la mesure où elle relève d'une démarche volontaire de la part du Conseil d'Administration de la Société (§ 1), la désignation de Ledouble en tant qu'expert indépendant (la « **Mission** ») s'inscrit dans le cadre des dispositions de l'article [261-3](#) du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (AMF).

Suite à notre nomination en qualité d'Expert Indépendant par le Conseil d'Administration du 23 avril 2024, la Société nous a adressé²³ une lettre de mission en date du 24 avril 2024 précisant le fondement réglementaire de notre désignation ainsi que les éventuelles situations de conflit d'intérêts identifiées ; cette lettre de mission, figurant en **Annexe 1**.

Le contenu de notre rapport concernant l'Opération, qui comprend en conclusion l'attestation d'équité sur les conditions financières de l'Opération (l'« **Attestation d'Équité** »), répond aux dispositions :

- de l'article [262-1](#) du règlement général de l'AMF ;
- des instructions d'application n°[2006-07](#) et n°[2006-08](#) relatives respectivement aux offres publiques d'acquisition et à l'expertise indépendante ; et
- de la recommandation AMF n°[2006-15](#) sur l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières.

Notre rapport intégrant l'Attestation d'Équité (le « **Rapport** ») est adressé au Conseil d'Administration.

Nos travaux ont été supervisés par un comité ad hoc (le « **Comité Ad Hoc** »)²⁴.

²¹ La modification du Plan de SFA 2020 devant être soumise au vote des Obligataires au sein de l'Assemblée Unique des Obligataires (« **AGUO** ») ; en cas de vote positif de l'AGUO, les opérations sur le capital de la Société seront soumises au vote des actionnaires de Solocal au sein de de l'Assemblée Générale Extraordinaire (« **AGE** »).

²² Communiqué de presse du [23 avril 2024](#).

²³ En application de l'article 1 de l'instruction AMF n°[2006-08](#).

²⁴ Le Comité Ad Hoc est composé de Monsieur Philippe Mellier (Président), Madame Delphine Grison (administrateur indépendant) et Madame Ghislaine Mattlinger (administrateur indépendant).

1.3. Indépendance et compétence de Ledouble

Nous confirmons notre indépendance au sens des articles [261-1](#) et suivants du règlement général de l'AMF et, conformément aux dispositions de l'article [261-4](#) du règlement général de l'AMF, attestons de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu avec les personnes morales et physiques impliquées dans la préparation de l'Opération²⁵, susceptible d'affecter notre indépendance et l'objectivité de notre jugement dans l'exercice de la Mission ; en particulier :

- Ledouble est indépendant des parties à l'Opération et de leurs conseils²⁶ (les « **Conseils** ») ;
- nous ne nous trouvons dans aucun des cas de conflits d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF n°[2006-08](#)²⁷.

Nous avons donc été en mesure d'accomplir la Mission en toute indépendance, et confirmons en particulier l'absence de conflit d'intérêts au sens des articles [261-4](#) du règlement général de l'AMF et de l'instruction AMF n°[2006-08](#).

Cette déclaration d'indépendance vaut pour tous les membres de l'équipe affectée à la Mission.

Nous disposons par ailleurs des moyens humains et matériels nécessaires à la réalisation de la mission.

Les compétences de l'équipe qui a réalisé la Mission figurent en **Annexe 6**.

1.4. Diligences effectuées

Nous avons effectué nos diligences conformément aux dispositions des articles [262-1](#) et suivants du règlement général de l'AMF, des instructions d'application AMF n°[2006-07](#) et n°[2006-08](#), et de la recommandation AMF n°[2006-15](#) (§ 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 2** et le calendrier d'intervention en **Annexe 3**.

La base documentaire ayant servi de support à nos travaux figure en **Annexe 5**.

Nos diligences ont impliqué notamment :

- des contacts et réunions avec les personnes en charge de la Restructuration ainsi qu'avec les Conseils ;
- la prise de connaissance de la documentation relative à la Restructuration, notamment l'Accord de Principe décrivant les modalités juridiques et financières de l'Opération ;
- l'examen des travaux réalisés par les Conseils pour les besoins de la Restructuration ;
- la recherche d'informations sur le secteur dans lequel opère le Groupe ;
- l'exploitation des informations juridiques, comptables et financières de la Société et du Groupe au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2023 ;
- la revue des travaux d'*impairment tests* menés aux bornes du Groupe ;

²⁵ La liste des principaux interlocuteurs rencontrés ou/et contactés durant la Mission figure en **Annexe 4**.

²⁶ Rothschild, Ondra et Gibson Dunn.

²⁷ Les expertises financières indépendantes publiques que nous avons réalisées au cours des dernières années sont recensées avec le nom des établissements présentateurs en **Annexe 7**.

- l'analyse des performances opérationnelles du Groupe, historiques et actuelles ;
- le suivi du parcours boursier de l'action Solocal (l'« **Action** ») ainsi que la lecture des notes d'analystes concernant le Groupe ;
- l'étude détaillée et contradictoire du plan d'affaires (le « **Plan d'Affaires Septembre 2023** ») sur la période explicite 2024-2027 élaboré par la direction du Groupe (la « **Direction** ») en septembre 2023 en relation avec nos interlocuteurs et par comparaison avec les tendances sectorielles ;
- l'analyse de l'actualisation du Plan d'Affaires Septembre 2023 réalisée par la Direction en avril 2024 et approuvée par le Conseil d'Administration du 3 mai 2024 (le « **Plan d'Affaires de l'Opération** ») en relation avec nos interlocuteurs et en comparaison des informations sectorielles ;
- l'évaluation multicritère du Groupe dans une perspective de continuité d'exploitation, par référence au Plan d'Affaires de l'Opération (l'« **Évaluation Multicritère** ») incluant :
 - une évaluation intrinsèque par actualisation des flux prévisionnels de trésorerie, se fondant sur la capacité financière du Groupe à réaliser ses prévisions ;
 - une évaluation analogique à partir de multiples de rentabilité de sociétés cotées réputées comparables en termes d'activité et de modèle économique ;
- l'analyse des effets induits par les étapes successives de l'Opération sur la détention dans le capital de la Société et sur la situation patrimoniale des actionnaires existants ;
- l'établissement du Rapport.

1.5. Affirmations obtenues et limites de la Mission

Nous avons obtenu confirmation, auprès de la Direction, des éléments significatifs que nous avons exploités dans le cadre de la Mission pour l'établissement du Rapport.

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, notamment par Solocal et les Conseils, 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, étaient fiables et transmises de bonne foi.

La Mission ne relève ni d'un audit ni d'un examen limité ; elle n'a pour objectif, ni de nous permettre de formuler une opinion sur les comptes que nous avons exploités, ni de procéder à des vérifications spécifiques concernant notamment le respect du droit des sociétés, et ne saurait être assimilée à une mission de « due diligence » effectuée par un prêteur ou un acquéreur, dans la mesure où elle ne comporte pas tous les travaux nécessaires à ce type d'intervention.

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

Il ne nous appartient pas de nous prononcer sur la valeur de l'apport en nature des actions Regicom réalisé par Ycor au bénéfice de Solocal, ni sur le rapport d'échange proposé dans le cadre de cet apport, un commissaire aux apports ayant été désigné à cet effet par ordonnance de la Madame la Présidente du Tribunal de commerce de Nanterre²⁸ (§ 2.6.1.4).

²⁸ Les rapports du commissaire aux apports sur la valeur de l'apport et sur la rémunération de l'apport ont été établis en date du 30 mai 2024.

1.6. Plan du rapport

Nous présentons successivement :

- le contexte de la Restructuration (§ 2) ;
- les activités, l'environnement et les performances de Solocal (§ 3) ;
- l'évaluation multicritère du Groupe dans une perspective de continuité d'exploitation (§ 4) ;
- l'analyse des conditions financières de la Restructuration (§ 5) ;
- la conclusion du Rapport (§ 6).

1.7. Conventions de présentation

Les montants présentés dans le Rapport sont exprimés en :

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

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

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

Les liens [hypertexte](#) peuvent être activés dans la version électronique du Rapport.

2. Contexte de la Restructuration

2.1. Présentation de Solocal

Solocal est une société anonyme au capital de 131.960.654 € divisé en 131.960.654 actions ordinaires d'une valeur nominale unitaire de 1 €, sise 204, rond-point du Pont-de-Sèvres, à Boulogne-Billancourt (92100). Elle est immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 552 028 425 et clôture son exercice social à la fin de l'année civile.

Les Actions composant le capital de Solocal sont admises aux négociations sur le compartiment C du marché réglementé d'Euronext à Paris²⁹.

2.2. Actionnariat de la Société

Au 30 avril 2024, le nombre d'Actions formant le capital et le nombre de droits de vote exerçables de la Société se répartissent comme suit³⁰ :

Actionnariat au 30 avril 2024

	Nombre d'Actions	%	Nombre de droits de vote exerçables	%
GoldenTree Asset Management LP	30 616 900	23,2%	30 616 900	23,2%
Crédit Suisse Asset Management LLC	7 585 848	5,7%	7 585 848	5,7%
Public	93 025 152	70,5%	93 539 861	70,8%
Salariés	305 384	0,2%	305 384	0,2%
Capital auto-détenu	427 370	0,3%	-	0,0%
Total Actions	131 960 654	100,0%	132 047 993	100,0%

Source : Société

En accord avec les statuts³¹, un droit de vote double est attribué à toutes les Actions nominatives, entièrement libérées, et inscrites au nom du même titulaire depuis au moins deux ans.

Dans le cadre de l'attribution d'Actions gratuites de performance au bénéfice de M. Hervé Milcent et par décision du Conseil d'administration³², il a été émis 54.000 Actions, portant à 131.960.654 le nombre d'Actions à la date du présent Rapport.

2.3. Instruments donnant accès au capital³³

Les instruments dilutifs sont constitués de plans d'attribution gratuite d'Actions (« **AGA** »).

Le Conseil d'Administration a approuvé la mise en place de plans d'AGA au profit de certains dirigeants et salariés de la Société, ou de sociétés qui lui sont liées, étant précisé que l'acquisition des Actions attribuées dans le cadre de ces plans est soumise à des conditions de performance.

Le plan d'AGA 2022 est le seul encore en vigueur ; aucune attribution d'Actions gratuites relative au plan d'AGA 2022 n'a été retenue dans la mesure où les conditions de performance qui y sont attachées ne seront pas atteintes au regard du Plan d'Affaires de l'Opération.

Aucun plan d'AGA n'a été décidé en 2023.

²⁹ Sous le code ISIN FR00140006O9, mnémonique LOCAL.

³⁰ La Direction nous a indiqué que Melquart Asset Management n'était plus actionnaire de la Société.

³¹ Article 10 des statuts.

³² Conseil d'Administration en date du 23 avril 2024.

³³ Source : Rapport annuel 2016, p. 212.

2.4. Difficultés financières rencontrées par le Groupe

Comme précédemment évoqué (§ 1.1.2), le Groupe rencontre des difficultés opérationnelles et financières depuis près de 20 ans.

2.4.1. 2014 : plan de sauvegarde

Le 9 avril 2014, le Tribunal de commerce de Nanterre a ouvert une procédure de sauvegarde financière accélérée au bénéfice de la Société.

Par jugement du 9 mai 2014, le Tribunal de commerce de Nanterre a arrêté un plan de sauvegarde financière accélérée (le « **Plan de SFA 2014** »), dont l'échéance finale était fixée au 15 mars 2018.

2.4.2. 2016 : modification du Plan de SFA 2014

Face à la décroissance du marché de l'annuaire et du tournant technologique qui nécessitait des investissements, la Société est entrée en discussions avec ses principaux créanciers afin de renégocier sa dette et les conditions du Plan de SFA 2014.

Par jugement du 22 décembre 2016, le Tribunal de commerce de Nanterre a arrêté la modification du Plan de SFA 2014 dans les termes suivants :

- des augmentations de capital pour un montant total d'environ 700 M€ dont 272 M€ de souscription en numéraire et le solde par compensation de créances de la part des prêteurs existants ;
- une réinstallation de la dette résiduelle, d'un montant d'environ 400 M€, sous la forme d'obligations émises le 14 mars 2017, à maturité initiale fixée au 15 mars 2022.

2.4.3. 2018-2019 : plan de sauvegarde de l'emploi

En dépit de la restructuration de sa dette et de son capital en 2016, la Société est restée confrontée au déclin structurel de son marché historique de la diffusion d'annuaires imprimés.

En février 2018, une nouvelle Direction a lancé un projet « Solocal 2020 » visant à opérer un repositionnement stratégique de l'offre sur des services digitaux à destination des TPE, PME et grands comptes à réseau pour retrouver une rentabilité opérationnelle durable.

En juillet 2018, le Groupe a été contraint de mettre en œuvre un plan de sauvegarde de l'emploi (« **PSE** ») assorti d'une période de congé de mobilité de plus de 1.000 personnes pour un coût total d'environ 205 M€.

Le financement du PSE reposait sur la trésorerie disponible, des financements complémentaires autorisés par la documentation obligataire, et des prévisions d'exploitation.

En mars 2019, la Société obtenait un Crédit RCF auprès d'un groupe d'établissements financiers³⁴, d'un montant initial de 15 M€, porté ensuite à 40 M€.

³⁴ Groupe composé de BG Master Fund ICAV, ODDO BHF Aktiengesellschaft et Goldman Sachs Bank Europe SE.

2.4.4. 2020 : Plan de SFA 2020 et Protocole de Conciliation 2020

Par ordonnance du 14 novembre 2019, le Président du Tribunal de commerce de Nanterre a ouvert une procédure de mandat ad hoc au bénéfice de la Société.

Dans ce cadre, la Société a obtenu :

- une ligne bilatérale additionnelle de 10 M€ au titre du Crédit RCF, portant ce dernier à un total de 50 M€ ;
- un échéancier de paiement des dettes publiques sur environ une année ;
- une nouvelle ligne de financement en fonds propres *equity line* de 21 M€ auprès de Kepler Cheuvreux.

Malgré la reprise de la dynamique commerciale, le Groupe s'est heurté :

- au ralentissement de l'économie résultant de la pandémie de Covid-19 ; et
- à l'effondrement des marchés financiers mondiaux.

Par ordonnance du 13 mars 2020, le Président du Tribunal de commerce de Nanterre a ouvert une procédure de conciliation au bénéfice de la Société.

Les discussions avec les Obligataires ont permis l'établissement d'un nouveau plan de sauvegarde financière accéléré, le Plan de SFA 2020, intégrant :

- une augmentation de capital réservée par compensation de créances comprise entre 10,5 M€ et 17 M€ ;
- des augmentations de capital réservées par compensation de créances pour un montant de 13 M€ ;
- une augmentation de capital avec maintien du DPS d'un montant total de 329,5 M€ intégralement garantie par les Obligataires ;
- la réinstallation du solde des Obligations soumises au Plan de SFA 2014 ;
- une attribution gratuite d'Actions au profit des actionnaires existants ;
- la mise en place d'une nouvelle gouvernance ; et
- la souscription auprès de certains des Obligataires, d'un montant maximum de 32 M€, dans l'hypothèse où la Société ne parviendrait pas à mettre en place un ou plusieurs prêt(s) garanti(s) par l'État.

En parallèle, la Société a négocié une restructuration du Crédit RCF.

Le 27 juillet 2020, les parties ont conclu le « **Protocole de Conciliation 2020** » avec :

- la mise à disposition d'un financement relais par les Obligataires ;
- la modification des modalités du Crédit RCF.

Par jugement du 6 août 2020, le Tribunal de commerce de Nanterre a prononcé l'homologation de ce protocole et désigné la SELARL FHB, prise en la personne de Maître Hélène Bourbouloux, en qualité de mandataire à l'exécution de l'accord jusqu'au 31 décembre 2025.

2.4.5. 2024 : Plan de SFA 2024 et Protocole de Conciliation 2024

Le 7 juin 2023, la Société a informé le marché de difficultés financières.

Solocal a sollicité l'ouverture d'une procédure de mandat ad hoc afin de faciliter les discussions avec ses créanciers financiers et obtenir des moyens financiers ou envisager un adossement industriel.

Ces échanges ont permis d'aboutir à la signature de l'Accord de Principe dont les dispositions ont été reprises dans le Plan de SFA 2024 et le Protocole de Conciliation 2024 (§ 1.1.3 et § 2.6).

2.5. Structure d'endettement du Groupe au 31 décembre 2023

2.5.1. Composition de la dette financière brute³⁵

La dette financière brute de Solocal, qui totalise 245,3 M€³⁶ à fin décembre 2023, s'analyse schématiquement comme suit :

- des emprunts obligataires émis à la suite de la restructuration financière de 2020 :
 - les Obligations d'une maturité de 5 ans (échéance au 15 mars 2025), d'un montant nominal de 168,4 M€, rémunéré au taux Euribor 3 mois flooré à 1% + 7%³⁷ (§ 2.5.3.1) ;
 - le Mini Bond d'une maturité également au 15 mars 2025, d'un montant en principal de 17,7 M€, émis avec une décote de l'ordre de 10%, soit un montant de souscription de 16 M€, rémunéré au taux Euribor 3 mois flooré à 1 % + 7 %³⁸ (§ 2.5.3.2) ;
- le Crédit RCF à échéance septembre 2024 et rémunéré au taux Euribor flooré à 0 % + marge 5 % ; et
- d'autres emprunts bancaires contractés auprès de BPI France.

Les garanties accordées sont les suivantes :

- les Obligations sont indirectement garanties par un nantissement portant sur les titres de l'entité Solocal SA³⁹ détenus par la Société ; et
- le Mini Bond est garanti par un nantissement de compte-titres de cinquième rang relatif aux titres émis par Solocal SA détenus par la Société.
- le Crédit RCF est garanti par un nantissement de compte-titres de second rang relatif aux titres émis par Solocal SA détenus par la Société et par un nantissement de comptes bancaires par Solocal Group.

³⁵ DEU 2023, p. 178-183.

³⁶ Tenant compte d'éléments « non cash » pour un montant de 7,8 M€ (§ 3.3.2.5).

³⁷ À la suite de la réalisation de la restructuration financière en 2020, la valeur nominale de la dette brute résiduelle du Groupe a été réduite à 168,4 M€, réaménagée sous la forme d'une émission d'obligations d'un montant de 334.125.321 obligations d'une valeur faciale de 0,5041647472146 € chacune, dont le règlement-livraison est intervenu le 5 octobre 2020, réservée aux créanciers au titre du Contrat de Crédits.

³⁸ À la suite de l'arrêté du plan de sauvegarde modifié et de l'homologation d'un protocole de conciliation par le Tribunal de commerce de Nanterre en 2020.

³⁹ Solocal SA est une filiale détenue à 100% par Solocal.

2.5.2. Covenants

Les engagements financiers des Obligations sont les suivants :

Engagements financiers des Obligations et des Mini Bonds

- Ratio de levier financier = $\frac{\text{Dettes financières consolidées}}{\text{EBITDA consolidé}}$ < 3,5
- Ratio de couverture des intérêts = $\frac{\text{EBITDA consolidé}}{\text{Charge d'intérêts nette consolidée}}$ > 3,0
- Si le ratio de levier financier net consolidé excède, au 31 décembre de l'année précédente, 1,5x, les dépenses d'investissement (hors opérations de croissance) concernant Solocal Group et ses filiales sont limitées à 10 % du chiffre d'affaires consolidé de Solocal Group et ses filiales.

Source : Société

Solocal a obtenu un « waiver » du respect de ses covenants financiers et l'accord de la majorité requise des Obligataires pour différer le paiement des coupons dus le 15 juin 2023, le 15 septembre 2023 et le 15 décembre 2023, jusqu'au 29 février 2024.

2.5.3. Évolution de la cotation des emprunts obligataires

Solocal a émis deux placements publics sous la forme d'Obligations.

2.5.3.1. Obligation

Solocal a émis l'Obligation sur Euronext, le 14 mars 2017, pour un montant nominal de 168,4 M€, dont les caractéristiques initiales sont les suivantes :

Caractéristiques de l'Obligation

Code ISIN	FR0013237484
Émission	14/03/2017
Maturité	15/03/2025
Intérêts	Euribor 3 mois flooré à 1% +7%
Montant en principal*	176 689 747 €
Valeur nominale par obligation	0,53 €

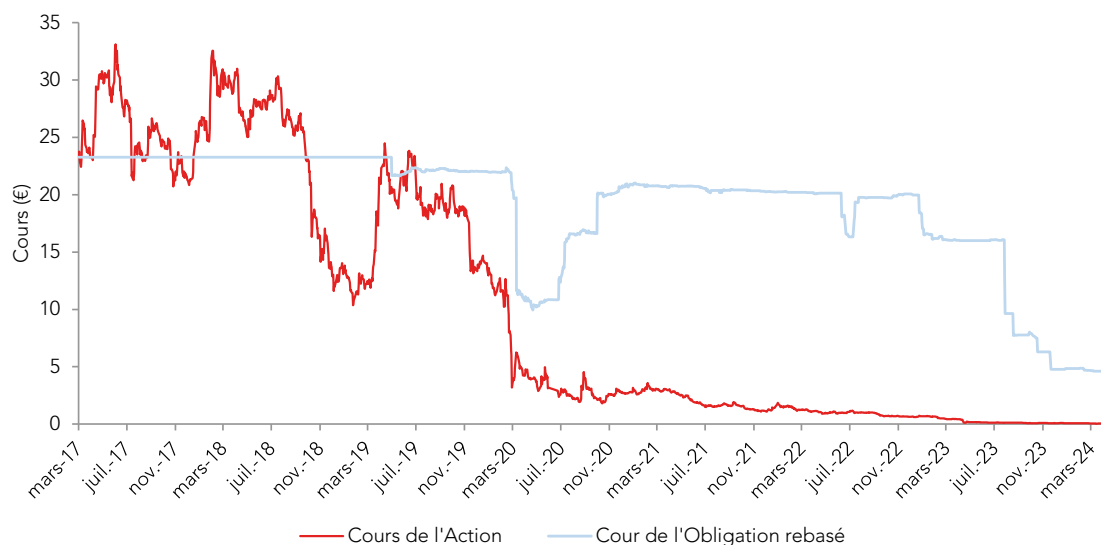
Source : Ledouble

* Intégrant la capitalisation des intérêts

Nous présentons, ci-après, l'évolution comparée du cours de l'Obligation⁴⁰ et de l'Action, rebasé au 14 mars 2017, date d'émission de l'Obligation, jusqu'au 11 avril 2024, dernier jour de cotation avant la suspension de cours (§ 4.2.2).

⁴⁰ Ces instruments étant échangés sur Euronext, nous ne disposons pas des informations relatives aux volumes journaliers d'échanges.

Analyse du cours de l'Obligation rebasé et de l'Action depuis le 14 mars 2017



Les principales évolutions du cours de l'Obligation durant cette période d'observation font ressortir deux phases :

- > jusqu'à mars 2020, une stabilité du cours de l'Obligation ; puis
- > des variations importantes au gré des restructurations financières annoncées par le Groupe.

Le tableau, ci-dessous, synthétise la moyenne des cours de l'Obligation au 11 avril 2024 :

Analyse des cours moyens de l'Obligation	
€	11-avr.-24
Spot (clôture)	19,8
20 séances	19,8
60 séances	20,3
120 séances	21,9
180 séances	27,0
250 séances	38,7
12 mois	49,5
Min 12 mois	19,7
Max 12 mois	68,8

Source : Bloomberg

Le cours de l'Obligation a oscillé dans une fourchette de 68,84 € à 19,73 € au cours des douze derniers mois ; depuis l'annonce de la procédure de conciliation en mars 2023, l'Obligation cote en dessous de 20,0 €, soit à environ 20%⁴¹ de son prix d'émission.

2.5.3.2. Mini Bond

Solocal a émis le Mini Bond sur Euronext, le 14 août 2020, pour un montant en principal de 17,7 M€, avec une décote de l'ordre de 10%, soit un montant de souscription de 16 M€.

⁴¹ 19,8 € / 100,0 €.

Les caractéristiques initiales du Mini Bond sont résumées ci-après :

Caractéristiques de l'obligation Mini Bond

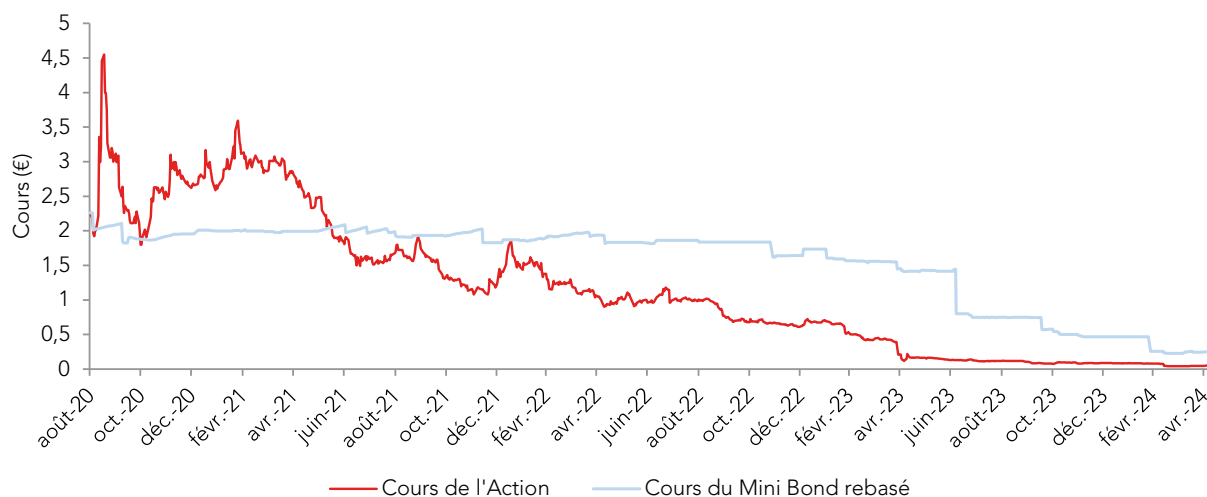
Code ISIN	FR0013527744
Émission	14/08/2020
Maturité	15/03/2025
Intérêts	Euribor 3 mois flooré à 1% +7%
Montant en principal*	18 743 703 €
Valeur nominale par obligation	1,05 €

Source : Ledouble

* Intégrant la capitalisation des intérêts

Nous présentons, ci-après, l'évolution comparée du cours du Mini Bond et de l'Action, rebasé au 14 août 2020, date d'émission du Mini Bond, jusqu'au 11 avril 2024⁴².

Analyse du cours du Mini Bond rebasé et de l'Action depuis le 14 août 2020



Dans le même sillage que le cours de l'Obligation, le cours du Mini Bond a été peu corrélé à celui de l'Action jusqu'en juin 2023.

Le 7 juin 2023, le cours du Mini Bond a chuté à 35,71 € (versus 64,5 € la veille), et n'a cessé de décroître pour atteindre 11,3 € le 11 avril 2024.

Le tableau, ci-dessous, synthétise la moyenne des cours de bourse du Mini Bond au 11 avril 2024 :

⁴² Nous ne disposons pas des informations relatives aux volumes journaliers d'échanges.

Analyse des Cours Moyen

€	11-avr.-24
Spot (clôture)	11,30
20 séances	10,38
60 séances	15,12
120 séances	18,47
180 séances	23,13
250 séances	32,13
12 mois	44,35
Min 12 mois	10,09
Max 12 mois	69,35

Source : Bloomberg

2.6. Modalités de la Restructuration

Le 12 avril 2024, Solocal Group a annoncé avoir signé un accord de principe avec Ycor, le Groupe d'Obligataires et les Prêteurs RCF (§ 1.1.3).

L'Accord de Principe prévoit la mise en œuvre du Plan de SFA 2024 et du Protocole de Conciliation 2024.

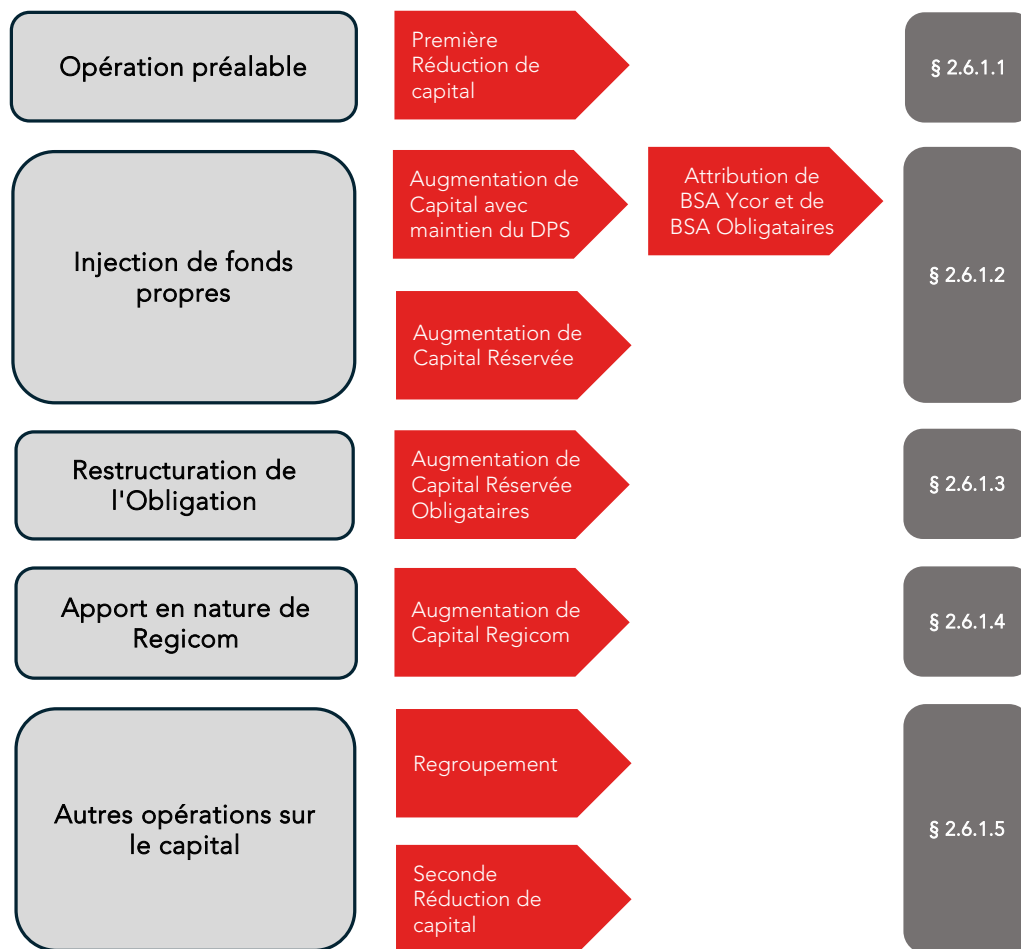
2.6.1. Modalités du Plan de SFA 2024

Le Plan de SFA 2024 s'inscrit dans le contexte de la Restructuration qui doit permettre l'investissement d'Ycor et la réorganisation de son endettement global. Il repose sur la modification du Plan de SFA 2020.

L'Accord de Principe prévoit :

- l'injection de fonds propres et l'octroi de liquidités nouvelles au bénéfice de la Société qui lui permettront de faire face à son besoin de financement, de consolider ses fonds propres, et de déployer son plan stratégique ;
- l'apport en nature des titres représentant la totalité du capital de Regicom par Ycor ; et
- la restructuration de l'Obligation.

Les étapes de la Restructuration peuvent se résumer comme suit :



2.6.1.1. Opération préalable

Préalablement à la réalisation des augmentations de capital prévues par le Plan de SFA 2024, la Société réalisera une réduction de capital motivée par des pertes par voie de réduction de la valeur nominale des Actions de 1 € à 0,001 €⁴³ (la « **Première Réduction de Capital** »)⁴⁴.

Sur la base du nombre d'Actions de la Société existantes, soit 131.960.654 Actions, le montant de la Première Réduction de Capital s'élèvera à un montant maximum de 131.828.693,34 €. Après réalisation de la Première Réduction de Capital, le capital social sera ramené à 131.960,65 €.

2.6.1.2. Injection de fonds propres au bénéfice de la Société

La Société bénéficiera d'un apport en fonds propres d'un montant de 43 M€ via :

- l'Augmentation de Capital avec maintien du DPS en numéraire de 18 M€ ouverte à tous les Actionnaires et garantie par Ycor à hauteur de 13 M€ et par les Obligataires Garants à hauteur de 5 M€ ; en contrepartie de leur engagement, les garants recevront des BSA.

⁴³ Cette réduction de capital a pour but la libération du capital du fait de prix de souscription des augmentations de capital envisagées inférieurs à la valeur nominale actuelle de l'Action.

⁴⁴ La Première Réduction de Capital sera une réduction de capital motivée par les pertes apparaissant dans les comptes annuels de la Société au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2023, non encore approuvés par l'Assemblée générale annuelle des actionnaires (pertes certaines après imputation desdites pertes sur les primes et réserves de la Société).

Principales caractéristiques de l'Augmentation de Capital avec maintien du DPS

Souscripteur	Actionnaires existants
Montant	18.012.629,271 € (prime d'émission incluse)
Nombre d'Actions émises	6.004.209.757
Prix d'émission	0,003 € par Action
Païement du prix de souscription	En numéraire
Engagement de Backstop	Engagement de Backstop d'Ycor : 13.012.629,27 € Engagement de Backstop des Obligataires : 5.000.000,001 € Pari passu et au prorata des engagements de Backstop
BSA Ycor	Prix d'émission : gratuit Nombre de BSA Ycor : 1.868.807.116 Ratio d'exercice : 1 BSA Ycor = 1 Action Prix d'exercice : 0,001 € par Action ordinaire à la date d'émission Période d'exercice : 12 mois Cotation des BSA Ycor : Non
BSA Obligataires	Prix d'émission : gratuit Nombre de BSA Obligataires : 718.074.371 Ratio d'exercice : 1 BSA Ycor = 1 Action Prix d'exercice : 0,001 € par Action ordinaire à la date d'émission Période d'exercice : 12 mois Cotation des BSA Obligataires : Non

- l'Augmentation de Capital Réservee avec suppression du DPS intégralement souscrite par Ycor en numéraire pour 25 M€.

Principales caractéristiques de l'Augmentation de Capital Réservee

Souscripteur	Ycor
Montant	24.999.999,999€ (prime d'émission incluse)
Nombre d'Actions émises	8.333.333.333
Prix d'émission	0,003 € par Action
Paiement du prix de souscription	En numéraire

2.6.1.3. Restructuration de l'Obligation

La restructuration des Obligations⁴⁵ d'un montant de 176,7 M€ de nominal ainsi que la totalité des intérêts courus échus et non échus (soit un montant total de 200,6 M€) et dont l'échéance est le 15 mars 2025 s'effectuera par :

- l'Augmentation de Capital Réservee Obligataires avec suppression du DPS des actionnaires, d'un montant de l'ordre de 196 M€ ;

Principales caractéristiques de l'Augmentation de Capital Réservee Obligataires

Souscripteur	Les Obligataires
Montant	195.601.690,78 €
Nombre d'Actions émises	7.180.666.667
Prix d'émission	0,0272400460 € par Action
Paiement du prix de souscription	Par compensation

- une émission de TSSDI par voie de compensation de créance.

Un montant en principal de 5 M€ d'Obligations sera converti en titres de dette super-subordonnés à durée indéterminée (« TSSDI ») de droit français. Les TSSDI ne porteront pas intérêts et aucun paiement au titre de ces TSSDI ne pourra intervenir avant le complet paiement de l'intégralité des sommes dues au titre du Crédit RCF tel qu'amendé dans le cadre du Protocole de Conciliation 2024. Aucun versement de dividende ne pourra intervenir tant que les TSSDI n'auront pas été intégralement remboursés ;

- un abandon des montants résiduels.

2.6.1.4. Apport en nature des titres Regicom

L'apport en nature des titres représentant la totalité du capital de Regicom par Ycor sera rémunéré par l'Augmentation de capital Regicom.

Principales caractéristiques de l'Augmentation de Capital Regicom

Souscripteur	Ycor
Montant	34.999.999,998 €
Nombre d'Actions émises	11.666.666.666
Prix d'émission	0,003 € par Action
Paiement du prix de souscription	En nature

⁴⁵ Pour mémoire, les Obligations résultent d'un emprunt obligataire mis en place pour la réinstallation de la dette soumise au Plan de SFA 2014, dans le cadre de la modification du Plan de SFA 2016, et dont les termes et conditions ont été modifiés dans le cadre du Plan de SFA 2020.

La Société et Ycor ont signé le 28 mai 2024 un traité d'apport détaillant les modalités de l'apport des titres Regicom à la Société.

Il ne nous appartient pas de nous prononcer sur la valeur de l'apport en nature des titres Regicom par Ycor à Solocal, ni sur le rapport d'échange proposé dans le cadre de cet apport, un commissaire aux apports ayant été désigné à cet effet par ordonnance de Madame la Présidente du Tribunal de commerce de Nanterre⁴⁶.

2.6.1.5. Autres opérations sur le capital

Le Plan de SFA 2024 est assorti de deux autres opérations sur le capital de la Société :

➤ Regroupement d'actions

Postérieurement aux augmentations de capital et à l'émission des BSA, il sera mis en œuvre un regroupement de 1.000 Actions d'une valeur nominale de 0,001 € chacune qui donneront droit à une nouvelle Action (le « **Regroupement** »).

À l'issue du Regroupement, la valeur nominale d'une Action sera donc égale à 1 €. Le ratio d'exercice des BSA sera ensuite ajusté de telle sorte que 1.000 BSA donneront droit à la souscription d'une Action ordinaire nouvelle de la Société.

➤ Seconde réduction de capital social motivée par des pertes (la « **Seconde Réduction de Capital** »)

Postérieurement au Regroupement, la Seconde Réduction de Capital visera une réduction de la valeur nominale des Actions qui sera ramenée à un montant unitaire de 0,01 €.

Le prix d'exercice des BSA sera également ajusté de telle sorte que 1.000 BSA donnent droit à la souscription de 1 Action à un prix d'exercice de 0,01 € par Action.

2.6.2. Modalités du Protocole de Conciliation 2024

Le Protocole de Conciliation 2024, qui vise la nouvelle restructuration de l'endettement au titre du Crédit RCF et du Mini Bond prévoit les dispositions suivantes :

➤ Concernant le Crédit RCF :

- le remboursement partiel du Crédit RCF à hauteur de 20 M€ ainsi qu'une modification de ses termes et conditions afin d'alléger les obligations de paiement qui pèsent sur la Société ;
- le solde du Crédit RCF, d'un montant de 14 M€, fera l'objet d'un amortissement en quatre échéances d'un montant égal en mars 2025, septembre 2025, mars 2026 et septembre 2026, soit au total 7 M€ chaque année⁴⁷ ;

➤ Concernant la réinstallation du Mini Bond selon de nouvelles modalités financières⁴⁸ :

- il n'est pas prévu de paiement au titre du Mini Bond ; l'intégralité des sommes dues au titre du Mini Bond, d'un montant estimé à 21 M€, sera réinstallée selon de nouvelles modalités financières⁴⁹.
- le Mini Bond ne sera pas remboursé avant le paiement de l'intégralité des sommes dues au titre du Crédit RCF.

⁴⁶ Le commissaire aux apports a établi un rapport sur la valeur de l'apport et un rapport sur la rémunération de l'apport en date du 30 mai 2024.

⁴⁷ Le taux d'intérêt du RCF sera porté à Euribor + 8,5%.

⁴⁸ Pour mémoire, le Mini Bond résulte d'un emprunt obligataire mis en place dans le cadre du Protocole de Conciliation 2020, dont le montant dû en principal s'élève à 18,7 M€ payable *in fine* et arrivant à maturité le 15 mars 2025.

⁴⁹ Taux d'intérêt PIK : Euribor + 5% et maturité prévue au 15 mars 2019 si le Plan d'Affaires Ycor est respecté avec, en cas de surperformance, à savoir un Management EBITDA (tel que défini dans le Plan d'Affaires Ycor) en 2027 supérieur à 130 M€ (testé en 2028 sur la base des comptes annuels audités de l'exercice clos en 2027), une prime de remboursement de 5,0% versée en espèces. Dans le cas où le Plan d'Affaires Ycor ne serait pas respecté, il est prévu une extension jusqu'en 15 mars 2031 avec un remboursement par tiers le 15 mars 2029, le 15 mars 2030 et le 15 mars 2031.

3. Analyse sectorielle et du Groupe

3.1. Principales caractéristiques du secteur du marketing digital

Notre analyse sectorielle se concentre sur les caractéristiques du marché du marketing digital qui représente l'essentiel de l'activité du Groupe (§ 3.2).

3.1.1. Présentation du secteur

Le marketing digital couvre l'ensemble des stratégies visant à renforcer les relations entre les consommateurs et les marques sur les sites web (site marchand ou non, blog...), les réseaux sociaux, les applications mobiles, les moteurs de recherche ainsi que les assistants vocaux (Alexa, Siri ...) et les autres objets connectés.

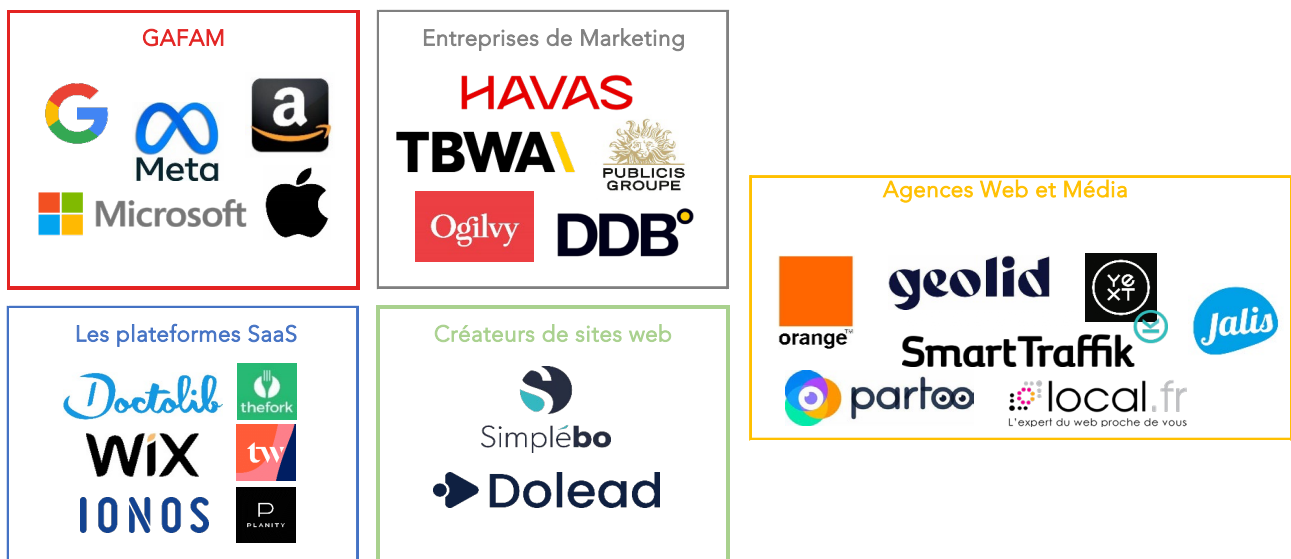
Les différentes stratégies utilisées par le marketing digital peuvent se résumer comme suit :

- le référencement naturel (Search Engine Optimization ou SEO), qui consiste à optimiser le contenu d'un site web et à augmenter son trafic et sa visibilité ;
- le marketing des moteurs de recherche (Search Engine Marketing ou SEM), qui inclut les campagnes publicitaires payantes sur les moteurs de recherche ;
- l'affichage publicitaire (Search Engine Advertising ou SEA) avec des bannières publicitaires sur des sites web, applications, réseaux sociaux ; et
- l'« email marketing », qui entretient une relation avec une cible (messages, promotions, newsletters...).

3.1.2. Organisation des acteurs

L'essor du numérique a bouleversé l'écosystème du marché publicitaire ainsi que les rapports entre les acteurs avec, par exemple, l'arrivée d'une nouvelle concurrence présentant des profils variés qui répond à la diversité des solutions numériques proposées aux entreprises.

Les intervenants du marketing digital se catégorisent en cinq types :



Les acteurs de l'industrie du digital se distinguent non seulement par leur taille et leur compétence technique, mais également par leur degré d'intégration verticale et de couverture géographique :

- les GAFAM, principaux acteurs du secteur, sont présents sur l'ensemble de la chaîne de valeur et couvrent la totalité des zones géographiques ;
- les entreprises de marketing fournissent une gamme de services dans la publicité, les relations publiques, le marketing digital, les médias et le conseil en communication avec une diversification croissante ;
- les plateformes SaaS (« *Software as a Service* ») se démarquent en proposant à leurs clients des services à valeur ajoutée (réservations, commerce électronique, click & collect) tout en se spécialisant dans des secteurs spécifiques, tels que la santé avec Doctolib ou la restauration avec The Fork ;
- les créateurs de sites web offrent des solutions digitales avec une attention particulière sur chaque fonctionnalité ;
- les agences web et média ciblent principalement les PME, et leur proposent des solutions de communication adaptées, comme des sites internet ou des campagnes AdWords.

L'essor et la généralisation de l'usage d'internet ainsi que l'innovation des outils numériques ont réduit les barrières à l'entrée et facilité la compétitivité entre les acteurs du marché qui se positionnent soit par le biais de stratégies de tarification agressives bénéficiant d'économies d'échelle, soit en mettant l'accent sur des services à valeur ajoutée ou sur une marque reconnue telle que PagesJaunes.

3.1.3. Dynamique du secteur et perspectives

Au cours des deux dernières décennies, les avancées technologiques et l'essor de l'ère numérique ont joué un rôle décisif dans l'émergence du marketing digital, devenu un levier essentiel pour le développement d'une marque et/ou d'une entreprise.

La transformation digitale a profondément modifié les attentes et les besoins des audiences, entraînant l'émergence de nouvelles tendances dans le marketing digital⁵⁰ ; à titre d'exemples :

- la part du commerce social, qui associe réseaux sociaux et acte d'achat s'impose comme une solution d'achat ;
- l'évolution croissante des audiences liée au pouvoir d'achat des générations Z et Y entrant dans la vie active ; et
- les perspectives de l'intelligence artificielle, qui représente aujourd'hui un marché de 20 Md\$, devrait enregistrer des taux de croissance supérieurs à 200% d'ici 2026.

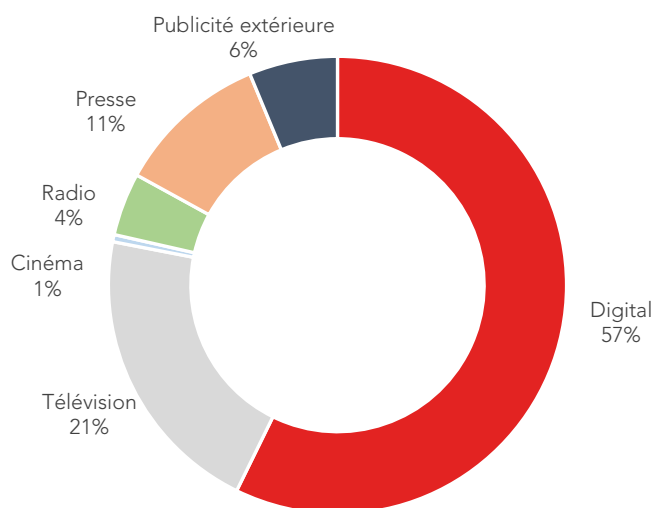
La dynamique du numérique au regard des autres canaux publicitaires se justifie également par :

- un ticket d'entrée plus faible que pour les autres médias comme la télévision et la radio ; et
- des technologies de ciblage, de *tracking* et d'analyse qui séduisent les annonceurs.

⁵⁰ Source : [Adobe](#), *Les principales tendances du marketing digital en 2023*.

Aujourd'hui, la majorité des dépenses publicitaires s'opèrent par le canal du marketing numérique où l'utilisation d'Internet est un intermédiaire incontournable pour maintenir le lien avec les consommateurs ; cette tendance s'est encore accélérée depuis la crise sanitaire.

Répartition des recettes publicitaires par média en France



Source : Bump Annuel 2023 et Prévisions 2024

En 2023, les leviers digitaux ont capté 56.856 annonceurs, soit 80% des volumes. Les recettes publicitaires ont progressé de 9% à 9,3 Md€ (+56% par rapport à 2019).

En 2024, la tendance devrait se poursuivre avec des recettes publicitaires du secteur digital attendues en hausse de 6,0% à 10,2 Md€.

Cette transformation numérique s'accompagne de défis majeurs :

- la multiplication des intermédiaires en ligne expose les campagnes publicitaires digitales à des risques accrus de fraude publicitaire et de manque de transparence dans leur diffusion ; en réponse, certains annonceurs adoptent une approche de plus en plus prudente et exigeante quant à la transparence de ces modèles ;
- la diversification des offres, comme la collecte de données permettant aux annonceurs de cibler leurs audiences et d'adapter leurs messages ou l'achat d'espaces média personnalisés (« Display Ad »)⁵¹ ;
- la fin programmée des cookies tiers et le renforcement des dispositifs réglementaires pour protéger les données personnelles des consommateurs ; ce projet contraint le secteur digital à revoir son approche pour proposer aux consommateurs des annonces personnalisées et pertinentes ;
- les détenteurs de données de première main (*first party*) pourront en tirer profit en collaborant avec d'autres détenteurs de données pour établir des « Data Clean Rooms ».

⁵¹ À titre d'exemple, Amazon propose des espaces publicitaires ciblés sur sa plateforme permettant aux annonceurs d'atteindre directement les consommateurs pendant leur parcours d'achat en ligne.

3.2. Positionnement du Groupe

3.2.1. Facteurs historiques de croissance et de développement

Depuis sa création, le Groupe a fondé sa stratégie d'expansion sur sa capacité à se renouveler et à diversifier son portefeuille de services.



3.2.2. Activités du Groupe

Solocal, premier acteur français spécialisé dans les services de marketing digital, permet aux entreprises d'améliorer leur visibilité sur internet et de les connecter à leurs clients.

Le Groupe propose des solutions et des services digitaux accessibles sur l'application « Solocal Manager », majoritairement sous forme d'abonnement :

- > aux entreprises et aux TPE-PME ;
- > aux grands comptes regroupant les enseignes nationales et régionales organisées en réseaux.

Pour les TPE-PME, l'offre s'articule autour de trois gammes de produits qui se déclinent en trois niveaux de services (Essentiel, Premium et Privilège) :

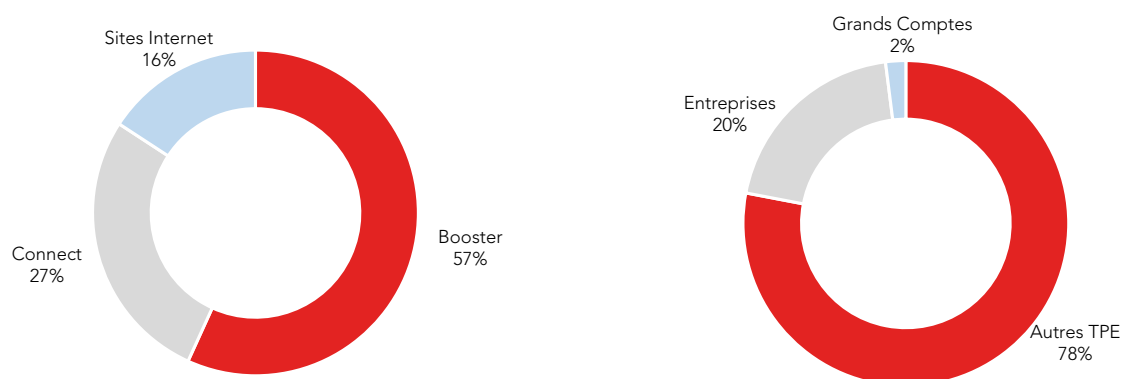
- > la gamme Connect permet aux entreprises locales d'être présentes sur les principales plateformes d'audience, de mieux interagir avec ses clients, d'enrichir ses informations, de développer et fidéliser son activité ;

- le produit Sites Internet complète la gamme Connect en assurant la création, le référencement et l'hébergement des sites de ses clients ;
- l'offre Booster vise à accroître la visibilité digitale grâce à l'utilisation efficace de la publicité, en maximisant les volumes d'affichages, de visites sur le site internet, et de contacts directs auprès de l'entreprise.

La plateforme Bridge⁵² répond aux besoins des grands comptes qui cherchent à adopter des stratégies digitales locales.

Au 31 décembre 2023, la répartition du chiffre d'affaires par activité souligne le poids du segment Booster. Les services aux TPE-PME restent prépondérants :

Répartition du chiffre d'affaires par gamme et par typologie de clients



Source : Rapport annuel au 31 décembre 2023

Les solutions proposées s'appuient non seulement sur des partenariats avec des médias propriétaires (PagesJaunes et Ooreka) et des grands acteurs d'internet (Google, Facebook, Amazon, Apple, Bing, Yahoo !), mais également sur un réseau de médias locaux :

- les partenariats d'audience sur Yahoo, Bing, Apple ;
- les partenariats d'offres de publicité via des accords de régie locale avec Google, Microsoft, Facebook ;
- les partenariats de présence, avec la diffusion d'informations pratiques et la gestion d'avis sur des sites ;
- les partenariats de création de site internet, avec Duda⁵³ et Lemonway⁵⁴ ;
- les partenariats transactionnels qui permettent d'enrichir la palette de services proposés aux utilisateurs⁵⁵ ;
- les partenariats technologiques, avec Salesforce et Microsoft Azure qui offrent des technologies agiles et flexibles.

⁵² Version spécifique de l'application Solocal Manager.

⁵³ Plateforme de création de sites web de Solocal.

⁵⁴ Solution de paiement en ligne 100% sécurisée intégrée aux Sites e-Commerce de Solocal.

⁵⁵ Avec SNCF, FlixBus, B&B Hotels, OuiBus...

3.3. Analyse historique de la performance du Groupe

Les données suivantes sont issues des comptes consolidés du Groupe établis en conformité avec le référentiel comptable international IFRS⁵⁶, et dont la date de clôture annuelle est le 31 décembre.

Les performances du Groupe de 2019 à 2023 en termes d'activité et de rentabilité (§ 3.3.1), ainsi que sa structure bilancielle au 31 décembre 2023 (§ 3.3.2) et l'historique de ses flux de trésorerie (§ 3.3.3), sont présentées ci-après.

3.3.1. Analyse de l'activité et de la rentabilité

Compte de résultat

M€	déc.-19	déc.-20	déc.-21	déc.-22	déc.-23
Chiffre d'affaires	525,4	437,4	428,0	400,0	359,7
<i>Croissance (%)</i>	<i>n.a.</i>	<i>(16,7%)</i>	<i>(2,2%)</i>	<i>(6,6%)</i>	<i>(10,1%)</i>
Charges externes nettes	(133,2)	(125,0)	(122,4)	(113,1)	(119,9)
Frais de personnel	(248,0)	(200,8)	(185,0)	(171,9)	(176,3)
EBITDA récurrent	144,3	111,7	120,6	115,0	63,5
<i>en % du chiffre d'affaires</i>	<i>27,5%</i>	<i>25,5%</i>	<i>28,2%</i>	<i>28,8%</i>	<i>17,6%</i>
Coûts de restructuration et autres éléments non-réçu	(23,5)	4,5	9,3	(0,3)	(6,0)
EBITDA	120,8	116,2	129,9	114,7	57,4
<i>en % du chiffre d'affaires</i>	<i>23,0%</i>	<i>26,6%</i>	<i>30,4%</i>	<i>28,7%</i>	<i>16,0%</i>
Résultat des cessions d'actifs	-	(2,2)	-	-	-
Dépreciations et amortissements	(71,0)	(64,6)	(59,5)	(56,2)	(54,3)
Résultat d'exploitation (REX)	49,8	49,3	70,4	58,5	3,1
<i>en % du chiffre d'affaires</i>	<i>9,5%</i>	<i>11,3%</i>	<i>16,5%</i>	<i>14,6%</i>	<i>0,9%</i>
Résultat financier	(44,8)	2,0	(28,5)	(28,5)	(36,6)
Résultat avant impôt	5,0	51,3	41,9	30,1	(33,4)
Impôt sur les sociétés	(19,7)	(6,5)	(19,1)	(33,3)	(12,4)
Résultat net des activités poursuivies	(14,7)	44,8	22,9	(3,2)	(45,9)
Résultat net des activités abandonnées*	46,8	20,8	-	-	-
Résultat net de la période	32,1	65,6	22,9	(3,3)	(45,9)
<i>en % du chiffre d'affaires</i>	<i>6,1%</i>	<i>15,0%</i>	<i>5,3%</i>	<i>(0,8%)</i>	<i>(12,7%)</i>

Source : Société

* Le résultat net des activités abandonnées concerne l'activité "Imprimés" interrompue par le Groupe en novembre 2020.

3.3.1.1. Évolution du chiffre d'affaires

Depuis 2019, le Groupe connaît une baisse continue de son chiffre d'affaires avec un taux de décroissance moyen annualisé (« CAGR ») qui ressort à (9,0%).

En 2023, le chiffre d'affaires a baissé de 10,1% pour s'établir à 359,7 M€.

Évolution du chiffre d'affaires par secteur opérationnel

M€	déc.-19	déc.-20	déc.-21	déc.-22	déc.-23	CAGR
Offre Connect	101,2	109,8	86,4	96,9	98,6	(0,6%)
<i>% chiffre d'affaires Groupe</i>	<i>19,3%</i>	<i>25,1%</i>	<i>20,2%</i>	<i>24,2%</i>	<i>27,4%</i>	
Offre Booster	319,5	258,5	278,4	241,6	204,3	(10,6%)
<i>% chiffre d'affaires Groupe</i>	<i>60,8%</i>	<i>59,1%</i>	<i>65,0%</i>	<i>60,4%</i>	<i>56,8%</i>	
Sites Internet	104,6	69,1	63,2	61,4	56,8	(14,2%)
<i>% chiffre d'affaires Groupe</i>	<i>19,9%</i>	<i>15,8%</i>	<i>14,8%</i>	<i>15,4%</i>	<i>15,8%</i>	
Chiffre d'affaires Groupe	525,4	437,4	428,0	400,0	359,7	(9,0%)

Source : Société, analyses Ledouble

⁵⁶ International Financial Reporting Standards.

L'évolution pluriannuelle du chiffre d'affaires sur la période 2019-2023 met en évidence :

- des performances commerciales du Groupe affectées par des problèmes de recrutement de sa force commerciale ; le chiffre d'affaires de l'offre Booster, en diminution constante, à l'exception de 2021, reflète les difficultés du Groupe à conserver la clientèle existante et à conquérir des grands comptes ;
- un taux de *churn* clients élevé de l'ordre de 18%, notamment pour l'offre Booster impactée par la baisse d'audience de PagesJaunes, ainsi que l'érosion continue de l'activité Sites Internet, qui a particulièrement souffert pendant la crise sanitaire (le chiffre d'affaires de ce segment avait alors diminué de 34%) ; et
- des difficultés à assurer des offres concurrentielles et à se positionner sur un marché dominé par des acteurs d'envergure mondiale ou par des acteurs d'une taille plus modeste, moins impactés par la hausse des coûts (§ 3.1.2).

Le parc des clients du Groupe est en baisse de 9,1%, à 261.000 clients à fin 2023, l'acquisition de nouveaux clients ne permettant pas d'absorber le nombre de clients perdus.

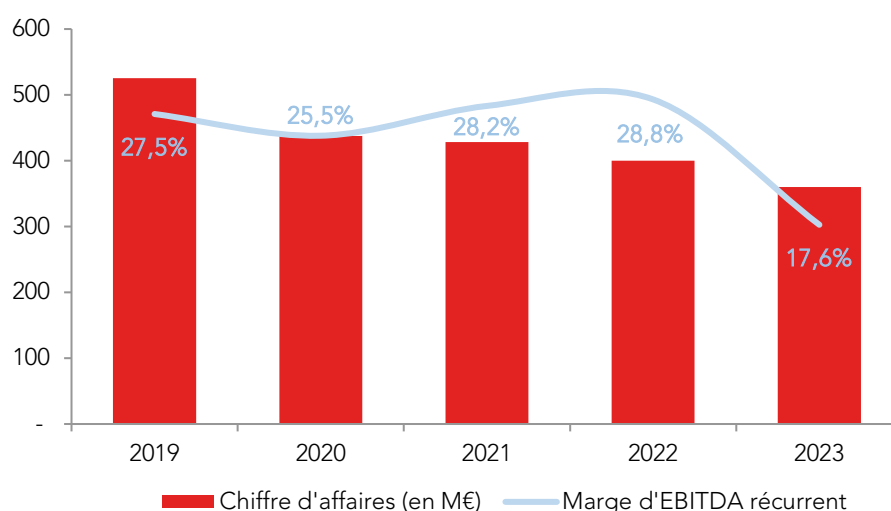
Évolution du parc clients

En milliers	déc.-19	déc.-20	déc.-21	déc.-22	déc.-23
Parc clients Groupe - Début de période (BoP)		349	315	309	288
+ Acquisitions		48	43	35	35
(-) Churn		(82)	(49)	(56)	(62)
Parc clients Groupe - Fin de période (EoP)		315	309	288	261
Variation nette		(34)	(6)	(21)	(27)
Churn (en %)	19,0%	19,0%	12,8%	16,6%	20,1%

Source : Société

3.3.1.2. Évolution de la profitabilité opérationnelle

Évolution du chiffre d'affaires et de la marge d'EBITDA récurrent⁵⁷ du Groupe



Source : Société

À l'exception de l'exercice 2020 marqué par les effets de la pandémie et la réduction des charges de personnel, le taux de marge d'EBITDA récurrent du Groupe est relativement stable entre 27,5% et 28,8%.

⁵⁷ Les éléments non-récurrents comprennent essentiellement les dépenses liées aux discussions engagées avec les créanciers et les coûts liés aux travaux relatifs à la restructuration du Groupe.

En 2023, le repli de la marge d'EBITDA de (17,6%) résulte :

- de la baisse du chiffre d'affaires, alors que le Groupe supporte une structure de coûts principalement fixes où le taux de marge dépend fortement du niveau d'activité ;
- d'une hausse des charges externes impactées par le coût d'une campagne publicitaire (4 M€) ; et
- d'une progression de la masse salariale au niveau des forces de vente.

3.3.1.3. Évolution du coût de la dette financière nette

Le résultat financier négatif est passé de 28,5 M€ en 2022 à 36,6 M€ en 2023 du fait de l'accroissement du coût de la dette financière nette, sous l'effet de la hausse du taux d'intérêt de l'Obligation, du Mini Bond et du Crédit RCF indexés sur l'Euribor.

3.3.1.4. Résultat net

Au 31 décembre 2023, le Groupe affiche, pour la deuxième année consécutive, un résultat net négatif à (45,9) M€, en très sensible détérioration par rapport à l'exercice précédent.

3.3.2. Structure bilancielle

Bilan simplifié	
M€	déc.-23
Goodwill	86,5
Immobilisations incorporelles	46,4
Immobilisations corporelles	9,2
BFR	(140,4)
Actif économique	1,8
Emprunts et dettes financières	(245,2)
Trésorerie et équivalents trésorerie	55,7
Endettement net comptable	(189,5)
Actifs financiers non courants	7,9
Provisions	(27,7)
Avantages du personnel	(56,6)
Ajustement de l'endettement net comptable	(76,4)
Dettes de loyers	(49,9)
Droits d'utilisation	36,0
Impact de la norme IFRS 16	(13,9)
Actif net - part du Groupe	(278,0)

Source : Société, analyses Ledouble

3.3.2.1. Goodwill

Les écarts d'acquisition (*goodwill*), d'un montant net de 86,5 M€ au 31 décembre 2023, sont intégralement alloués au secteur du Digital.

À l'issue des tests d'*impairment* réalisés au 31 décembre 2023, dont il convient de noter le contexte particulier⁵⁸, aucune dépréciation n'a été établie.

⁵⁸ Dans le cadre de ses discussions avec ses créanciers depuis l'été 2023, Solocal a élaboré un plan d'affaires qui visait à établir un plan de retournement du Groupe reposant sur le constat que sans investissement, il ne serait pas en mesure de

3.3.2.2. Immobilisations incorporelles

Les immobilisations incorporelles, d'un montant net de 46,4 M€ au 31 décembre 2023, comprennent principalement des logiciels et des frais de développement générés en interne (45,2 M€) ; le solde, (1,3 M€), regroupe des concessions, des fonds de commerce et des marques.

3.3.2.3. Immobilisations corporelles

Les immobilisations corporelles, d'un montant net de 9,2 M€ au 31 décembre 2023, se composent des agencements et installation (6,2 M€), du matériel informatique (1,6 M€), ainsi que du mobilier et du matériel de bureau (1,4 M€).

Elles sont comptabilisées à leur coût d'acquisition ou de production, et sont amorties en fonction des rythmes de consommation des avantages économiques attendus sur la base du coût d'acquisition, sous déduction le cas échéant d'une valeur résiduelle, et selon le mode linéaire en fonction de leur nature (sur une durée de 3 ans pour le matériel informatique et entre 1 et 5 ans pour les autres immobilisations).

3.3.2.4. Besoin en fonds de roulement (BFR)

Le Groupe dispose d'un BFR négatif, tendant vers 39% du chiffre d'affaires à fin 2023.

Besoin en fonds de roulement	
M€	déc.-23
Créances clients nettes	44,2
Autres actifs courants	20,9
Créances d'impôt sur les sociétés	3,8
Charges constatées d'avance	4,3
<i>BFR actif</i>	<i>73,2</i>
(Passifs sur contrats)	(74,7)
(Dettes fournisseurs)	(51,2)
(Autres passifs courants)	(87,6)
(Dettes d'impôt sur les sociétés)	(0,0)
<i>(BFR passif)</i>	<i>(213,5)</i>
BFR	(140,4)
<i>% du chiffre d'affaires</i>	<i>(39,0%)</i>

se réinventer et de redresser la tendance baissière des ventes et du chiffre d'affaires, seuls éléments à même d'assurer sa pérennité. Ce plan a été mis à jour des dernières tendances constatées et d'un décalage dans sa mise en œuvre en lien avec la durée des négociations au sujet de sa restructuration financière. Il convient de noter que ce plan d'affaires n'était pas financé. Les hypothèses du plan d'affaires sont détaillées au paragraphe 4.1. du DEU 2023, p. 168.

3.3.2.5. *Endettement financier net*⁵⁹

Après la prise en compte d'un volant de trésorerie de 55,7 M€, l'endettement financier net s'élève à (189,5) M€ hors dettes locatives, et à (239,5) M€ en considérant les dettes locatives (49,9 M€).

Endettement financier net	
M€	déc.-23
Emprunts obligataires	(205,1)
Crédit RCF	(33,1)
Autres emprunts bancaires	(7,0)
Autres	(0,1)
<i>Dettes financières courantes et non courantes</i>	<i>(245,3)</i>
Obligations locatives	(49,9)
<i>Endettement financier brut</i>	<i>(295,2)</i>
<i>Trésorerie nette</i>	<i>55,7</i>
Endettement net du groupe consolidé	(239,5)

Les dettes financières courantes et non courantes, d'un montant de 245,3 M€, incluent des éléments « non cash » :

- la juste valeur des financements d'un montant de 16,9 M€ ;
- les frais d'émission d'emprunts à hauteur de 4,1 M€ ; et
- l'amortissement de l'écart de juste valeur et des frais au taux d'intérêt effectif d'un montant de (13,1) M€.

Ces éléments « non cash », d'un montant global de 7,8 M€, n'ont pas été pris en compte dans l'endettement financier net retenu pour la valorisation intrinsèque (§ 4.2.6.1) et la valorisation analogique (§ 4.2.6.2).

3.3.2.6. *Actifs financiers non courants*

Les actifs financiers non courants, d'un montant de 7,9 M€ au 31 décembre 2023, correspondent principalement à des dépôts de garanties, des prêts et des participations non consolidées.

3.3.2.7. *Provisions*

Les provisions, d'un montant de 27,7 M€ au 31 décembre 2023, regroupent principalement les provisions pour litiges sociaux et fiscaux (23,5 M€) et les provisions pour restructuration (1,6 M€).

3.3.2.8. *Avantages du personnel*

Les passifs liés aux avantages du personnel, d'un montant de 56,6 M€ au 31 décembre 2023, concernent majoritairement des provisions pour avantages postérieurs à l'emploi.

⁵⁹ DEU 2023, p. 178-183 et § 2.5.

3.3.2.9. Droits d'utilisation IFRS 16⁶⁰ et dette de loyers

Les droits d'utilisation IFRS 16, d'un montant de 36,0 M€ au 31 décembre 2023, portent principalement sur le contrat de bail Citylights du siège social du Groupe, d'autres baux afférents aux autres sites de Solocal, ainsi que des contrats sur la flotte automobile.

En regard, la dette de loyers s'établit à 49,9 M€ au 31 décembre 2023 (§ 3.3.2.5).

3.3.3. Flux de trésorerie⁶¹

Le cumul des flux de trésorerie depuis 2019 illustre la part importante des opérations de financement par voie d'emprunt et d'augmentation de capital, qui ne sont pas couvertes par les ressources dégagées par l'exploitation.

Tableau des flux de trésorerie

M€	déc.-19	déc.-20	déc.-21	déc.-22	déc.-23	Total 19-23
Résultat net	32,1	65,6	22,9	(3,3)	(45,9)	71,5
Amortissements et pertes de valeur sur immobilisation et écarts d'acquisition	47,3	78,0	60,8	54,9	48,2	289,2
Variation de provisions	(124,2)	(43,0)	(11,5)	(0,3)	7,9	(171,0)
Éléments de juste-valeur	-	(67,8)	2,9	3,6	4,3	(57,1)
Rémunérations en actions	(0,6)	0,2	0,8	0,1	(0,1)	0,3
Moins-values (plus-values) sur cessions d'actifs	0,5	(1,3)	0,4	0,3	0,3	0,2
Produits et charges d'intérêts	44,8	45,0	22,2	23,5	30,0	165,5
Charge d'impôt de l'exercice	19,7	7,6	19,5	33,4	12,4	92,6
<i>Diminution (augmentation) des créances clients</i>	<i>0,2</i>	<i>23,5</i>	<i>3,3</i>	<i>(2,6)</i>	<i>3,6</i>	<i>28,0</i>
<i>Augmentation (diminution) des passifs sur contrat</i>	<i>(16,4)</i>	<i>(85,2)</i>	<i>(8,5)</i>	<i>(11,5)</i>	<i>(14,2)</i>	<i>(135,9)</i>
<i>Diminution (augmentation) des autres créances</i>	<i>7,8</i>	<i>(10,4)</i>	<i>18,5</i>	<i>3,2</i>	<i>(3,1)</i>	<i>15,9</i>
<i>Augmentation (diminution) des dettes fournisseurs</i>	<i>(10,3)</i>	<i>(14,6)</i>	<i>(11,5)</i>	<i>(6,5)</i>	<i>1,3</i>	<i>(41,6)</i>
<i>Augmentation (diminution) des autres dettes</i>	<i>(33,5)</i>	<i>(3,2)</i>	<i>(23,7)</i>	<i>(17,1)</i>	<i>(6,4)</i>	<i>(83,9)</i>
Variation du BFR	(52,3)	(89,9)	(21,9)	(34,4)	(18,9)	(217,5)
Dividendes et intérêts reçus	(0,3)	-	-	-	-	(0,3)
Intérêts décaissés	(43,6)	(5,6)	(12,3)	(19,5)	(8,9)	(89,9)
Impôts sur les sociétés décaissés	1,8	(5,5)	(6,0)	(4,5)	(1,4)	(15,5)
Flux de trésorerie générés par l'activité	(74,8)	(16,6)	77,9	53,6	27,9	67,9
Acquisitions et cessions d'immobilisations corporelles et incorporelles	(41,6)	(42,1)	(34,0)	(31,3)	(20,4)	(169,5)
Acquisitions / cessions de titres de participations	0,4	2,0	0,1	0,1	0,3	2,9
Flux nets de trésorerie affectés aux opérations d'investissement	(41,2)	(40,1)	(33,9)	(31,2)	(20,1)	(166,6)
Augmentation (diminution) des emprunts	58,9	32,0	(4,0)	(14,0)	(4,0)	68,9
Mouvements sur actions propres	(0,1)	0,4	-	-	-	0,3
Augmentations et réductions de capital en trésorerie	17,1	89,2	0,7	-	-	107,0
Remboursement de la dette sur obligations locatives	-	(18,1)	(19,7)	(17,9)	(18,8)	(74,5)
Autres flux liés aux opérations de financement	(0,0)	(26,8)	(2,1)	0,1	(0,0)	(28,9)
Flux nets de trésorerie liés aux opérations de financement	76,0	76,7	(25,1)	(31,9)	(22,9)	72,8
Incidence des variations des taux de change sur la trésorerie	0,0	(0,0)	0,0	0,0	(0,0)	(0,0)
Variation nette de trésorerie et équivalents de trésorerie	(40,1)	20,0	18,8	(9,5)	(15,1)	(25,8)
Trésorerie nette et équivalents de trésorerie à l'ouverture	81,5	41,5	61,4	80,2	70,8	335,4
Trésorerie nette et équivalents de trésorerie à la clôture	41,4	61,4	80,2	70,8	55,7	309,6

Source : Société

⁶⁰ La norme IFRS 16 « Contrats de location » requiert de retraiter les engagements de redevances à la fois au bilan (droits d'usage à l'actif / obligations locatives au passif) et au compte de résultat (ventilation de la redevance en une charge d'amortissement et une charge financière).

⁶¹ DEU 2023, p. 160 pour les exercices 2022 et 2023.

3.4. Matrice SWOT

En synthèse, la matrice SWOT, ci-dessous, 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
<ul style="list-style-type: none"> - Premier acteur français spécialisé dans le marketing digital - Large typologie de clients (TPE/PME, grands comptes) - Partenariats avec des acteurs diversifiés (GAFAMs, entreprises locales) - Notoriété de la marque PagesJaunes - Récurrence de l'activité avec des offres par abonnement 	<ul style="list-style-type: none"> - Structure de coûts fixes - Érosion continue de l'activité Sites Internet - Intensification de la concurrence d'acteurs spécialisés sur l'ensemble des activités - Difficulté à conserver la clientèle existante et à conquérir des grands comptes - Performances commerciales affectées par des problèmes de recrutement - Importance de la dette financière
Opportunités	Menaces
<ul style="list-style-type: none"> - Croissance du marché publicitaire du digital - Recherche de nouveaux partenariats - Élargissement de l'offre de contenu des partenariats actuels - Fin programmée des cookies tiers - Renforcement des dispositifs réglementaires - Utilisation efficace de l'intelligence artificielle 	<ul style="list-style-type: none"> - Risque sur la continuité d'exploitation en l'absence de restructuration de la dette - Évolution rapide des technologies et nécessaire adaptation coûteuse - Intensification de la concurrence d'acteurs spécialisés sur l'ensemble des activités - Risques accrus de fraude publicitaire et de manque de transparence

4. Évaluation du Groupe dans une perspective de continuité d'exploitation

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

- le contexte de nos travaux de valorisation de l'Action (§ 4.1) ;
- les données structurantes (§ 4.2) ;
- les méthodes d'évaluation écartées (§ 4.3) ;
- les références boursières (§ 4.4) ;
- les méthodes d'évaluation retenues (§ 4.5 à 4.6).

La synthèse de la valeur de l'Action restitue l'ensemble des résultats de l'Évaluation Multicritère.

4.1. Rappel du contexte

Nos valorisations se conçoivent dans une perspective de poursuite de l'exploitation et d'un redressement de la situation financière du Groupe dans les années à venir. Elles n'intègrent pas la gestion des besoins de trésorerie nécessaires à la réalisation du Plan d'Affaires de l'Opération et à la couverture des échéances de remboursement des dettes du Groupe.

Tant le Plan d'Affaires Septembre 2023 que le Plan d'Affaires de l'Opération retiennent des hypothèses particulièrement volontaristes (§ 4.5.5.1), car :

- ils ne peuvent être financés sans la Restructuration ;
- le Groupe n'a historiquement pas réalisé ses budgets et ses prévisions ;
- le Groupe supporte des coûts fixes importants qui ne peuvent être modulés en fonction du niveau de chiffre d'affaires ;
- l'activité et la rentabilité sont en décroissance continue depuis de nombreuses années ; et
- la Direction anticipe des relais de croissance dans sa stratégie à moyen terme sans que l'on puisse apprécier à ce stade sa capacité à parvenir à les mettre en œuvre.

Dans ces conditions, nous considérons que les aléas d'exécution du plan stratégique sont très élevés.

Afin d'examiner la situation qui pourrait être la plus favorable aux Actionnaires, nous avons néanmoins retenu le Plan d'Affaires de l'Opération, en ce compris ses hypothèses les plus favorables.

Dès lors, nous extériorisons les valorisations multicritère maximales du Groupe et de l'Action et reprenons en synthèse les valeurs les plus élevées pour apprécier la situation des Actionnaires.

4.2. Données structurant l'Évaluation Multicritère

4.2.1. Référentiel comptable

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

Les comptes consolidés et les comptes annuels de Solocal au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2023 ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes, avec une observation sur l'incertitude significative liée à des événements ou à des circonstances susceptibles de mettre en cause la continuité d'exploitation décrite dans les notes de l'annexe des comptes consolidés et des comptes annuels.

4.2.2. Date et paramètres d'évaluation

Les comptes consolidés au titre de l'exercice 2023, qui sont les derniers comptes consolidés publiés à ce jour, servent de référence aux données financières historiques que nous avons utilisées, notamment pour déterminer le montant de l'endettement financier net (§ 4.2.6).

La date de référence retenue pour l'analyse du cours de bourse est le 11 avril 2024, dernier jour de cotation avant la suspension de cours suivie du communiqué de la Société annonçant les modalités de sa restructuration financière avec Ycor et les principaux créanciers, intervenue le 12 avril 2024.

Les paramètres financiers tels que le taux d'actualisation (§ 4.5.2) et les multiples boursiers (§ 4.6.2) ont été déterminés en fonction des données de marché au 17 mai 2024 (la « **Date d'Évaluation** »).

4.2.3. Nombre d'Actions

Pour l'Évaluation Multicritère, nous avons retenu le nombre d'Actions composant le capital de la Société, sous déduction des Actions auto-détenues (§ 2.2), qui ressort à 131.533.284 Actions⁶².

Nombre d'Actions diluées au 30 avril 2024	
Catégorie	Nombre
Actions émises	131 960 654
(Actions autodétenues)	(427 370)
Nombre d'Actions diluées	131 533 284

Source : Société

4.2.4. Obligations locatives et impact de la norme IFRS 16

Nous avons tenu compte, en valorisation intrinsèque (§ 4.5), de l'incidence des engagements de location dans la modélisation des flux prévisionnels de trésorerie sous-tendant le calcul de la valeur d'entreprise. En conséquence, l'endettement financier net, dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres, exclut les dettes liées aux obligations locatives.

Pour la valorisation analogique par les Comparables Boursiers (§ 4.6), nous avons, à l'issue de nos analyses, déterminé les multiples d'EBITDA des Comparables Boursiers en neutralisant l'incidence de la norme IFRS 16⁶³, et exclu les obligations locatives du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres du Groupe.

4.2.5. Déficits fiscaux

Le Groupe disposait au 31 décembre 2023 d'un stock de déficits reportables⁶⁴ activés à hauteur de 27,9 M€.

Dans nos travaux de valorisation, nous avons tenu compte de la valeur actuelle des déficits reportables qui ont été actualisés au coût du capital sur la période nécessaire à leur apurement⁶⁵.

Sur cette base, notre estimation de la valeur totale des économies d'impôts liées aux déficits reportables, d'un montant de 16,2 M€⁶⁶, a été intégrée dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres du Groupe pour la mise en œuvre des méthodes de valorisation intrinsèque (DCF) et analogique (Comparables Boursiers) de l'Action.

⁶² Nous n'avons pas tenu compte de la dilution liée à l'attribution des actions gratuites relatives au plan d'AGA 2022 car les conditions de performance qui y sont attachées ne seront pas atteintes au regard des prévisions du Plan d'Affaires de l'Opération.

⁶³ Nous avons ainsi retraité les agrégats prévisionnels des Comparables Boursiers à partir des informations publiques disponibles et des informations issues de nos bases de données.

⁶⁴ En termes d'impôt différé (base d'impôt pondérée par le taux d'impôt en vigueur).

⁶⁵ Nous avons modélisé la consommation des déficits reportables au regard des prévisions du Plan d'Affaires de l'Opération.

⁶⁶ Dans le cadre de la valorisation du Groupe post-Restructuration, la valeur actuelle des déficits reportables du Groupe ressort à 21,1 M€ sur la base des trajectoires prévisionnelles du Plan d'Affaires Ycor.

4.2.6. Endettement financier net

4.2.6.1. Endettement financier net en valorisation intrinsèque

Au 31 décembre 2023, l'endettement net comptable du Groupe, hors dettes de location, s'établit à 197,4 M€⁶⁷ (§ 3.3.2.5) :

Endettement financier net comptable	
M€	31-déc.-23
Emprunts obligataires (en valeur nominale)	(195,4)
Crédit RCF	(34,0)
Prêt Atout (BPI)	(7,0)
Intérêts courus non échus sur emprunts	(16,6)
Dettes financières courantes et non courantes	(253,1)
(Trésorerie et équivalents de trésorerie)	55,7
Endettement financier net	(197,4)

Source : Société

Nous avons ajusté l'endettement net comptable afin de tenir compte :

- > des avantages du personnel courants⁶⁸ et non courants, d'un montant respectivement de (1,1) M€ et (55,4) M€ (§ 3.3.2.8), nets d'impôts différés actif, d'un montant de 12,8 M€, soit un montant net de (43,8) M€ ;
- > des provisions pour risques et charges courantes et non courantes, d'un montant de (27,7) M€ (§ 3.3.2.7) ;
- > de la valeur actualisée des déficits fiscaux, d'un montant de 16,2 M€ (§ 4.2.5) ; et
- > d'actifs financiers non courants, à hauteur de 2,0 M€ (§ 3.3.2.6)⁶⁹.

Il en ressort un endettement financier net de **250,6 M€** au 31 décembre 2023 :

Endettement financier net - Approche intrinsèque	
M€	31-déc.-23
Endettement financier net comptable	(197,4)
+ Avantages du personnel courants et non courants nets d'IDA	(43,8)
+ Provisions courantes et non courantes	(27,7)
- Valeur actuelle des déficits reportables	16,2
- Actifs financiers non courants	2,0
Endettement financier net	(250,6)

Source : Société, analyse Ledouble

⁶⁷ Nous n'avons pas tenu compte de la juste valeur des financements (16,9 M€), des frais d'émission d'emprunts (4,1 M€) et de l'amortissement de l'écart de juste valeur et des frais au taux d'intérêt effectif (-13,1 M€).

⁶⁸ Nous avons retenu uniquement les provisions pour avantages postérieurs à l'emploi (0,7 M€) et les provisions pour autres avantages (0,4 M€) ; le solde des avantages du personnel courants sont pris en compte dans la détermination du BFR.

⁶⁹ Nous n'avons pas retenu les dépôts de garantie en lien avec les locaux du Groupe (5,9 M€).

4.2.6.2. Endettement financier net en valorisation analogique par les Comparables Boursiers

L'endettement financier net de **262,5 M€** que nous retenons en valorisation analogique, correspond à l'endettement financier net en valorisation intrinsèque (250,6 M€) hors prise en compte des actifs financiers non courants (2,0 M€), et majorée des coûts de restructuration nets de fiscalité (9,9 M€)⁷⁰ :

Endettement financier net - Approche analogique	
M€	31-déc.-23
Endettement financier net comptable	(197,4)
+ Avantages du personnel courants et non courants nets d'IDA	(43,8)
+ Provisions courantes et non courantes	(27,7)
+ Coûts de restructuration nets d'IS	(9,9)
- Valeur actuelle des déficits reportables	16,2
Endettement financier net	(262,5)

Source : Société, analyse Ledouble

4.3. Méthodes d'évaluation écartées

4.3.1. Actif net comptable

Nous avons écarté la valorisation de l'Action par l'actif net comptable (« ANC ») qui méthodologiquement n'est pas de nature à refléter la valeur du Groupe.

Pour mémoire, les capitaux propres revenant au Groupe sont négatifs à hauteur de (278,0) M€ (§ 3.3.2) au 31 décembre 2023.

4.3.2. Actif net réévalué

La méthode de l'actif net réévalué consisterait à corriger l'actif net comptable consolidé des plus ou moins-values latentes identifiées à l'actif, au passif ou 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).

4.3.3. Actualisation des dividendes

Compte tenu de la situation actuelle du Groupe, la méthode de valorisation de l'Action par l'actualisation des dividendes est exclue.

En revanche, nous avons mis en œuvre une évaluation par actualisation des flux prévisionnels de trésorerie intégrant par construction le potentiel de distribution de dividendes et permettant de prendre en compte également la part non distribuée du résultat (§ 4.5), de sorte que le ratio de *pay out* n'impacte pas la valeur de l'Action.

⁷⁰ Par souci d'homogénéité avec la valorisation intrinsèque qui intègre les coûts de restructuration prévus en 2024.

4.3.4. Valorisation analogique par les Transactions Comparables

La méthode des transactions comparables (les « **Transactions Comparables** ») repose sur l'analyse des multiples extériorisés lors d'acquisitions d'entreprises, en tout ou partie, intervenues dans le secteur d'activité de l'entité évaluée.

La méthode d'évaluation analogique par les Transactions Comparables ne nous est pas apparue pertinente, dans la mesure où nous n'avons pas recensé, sur une période récente, de transactions de référence impliquant des cibles pouvant être comparées au Groupe.

En outre, le caractère parcellaire des informations publiques sur les mouvements capitalistiques dans le secteur ne permet pas de disposer de paramètres de référence pertinents.

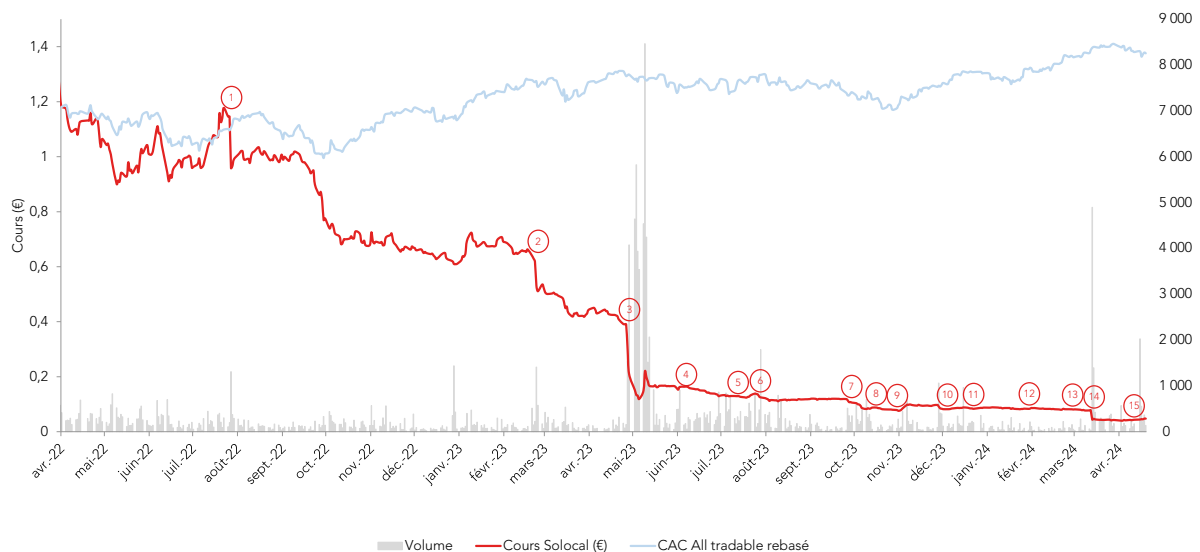
4.4. Références boursières

4.4.1. Analyse historique du cours de bourse

Les Actions de Solocal sont cotées depuis le 7 juillet 2004 sur le compartiment C du marché réglementé Euronext Paris (§ 2.1).

Nous présentons, ci-après, l'évolution du cours de bourse⁷¹ comparée à celle du CAC All Tradable entre avril 2022 et avril 2024 :

Analyse du cours de bourse de l'Action depuis 2 ans



Source : Bloomberg

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

- entre avril 2022 et avril 2023, une érosion continue du titre qui a oscillé entre 0,3 € et 1,2 € au rythme des publications des résultats et des révisions à la baisse des objectifs opérationnels du Groupe ;
- le 27 avril 2023, la publication des résultats annuels 2022 associée à l'annonce de risques de refinancement de la dette de Solocal provoque une chute du titre (- 62% au cours des cinq jours ayant suivi le communiqué de presse) avec d'importants volumes échangés ;

⁷¹ Les cours journaliers retenus ont été pondérés par les volumes d'échange.

- depuis lors, le cours n'a cessé de baisser au gré des annonces du Groupe :
 - publication des résultats semestriels (juillet 2023) et trimestriels (octobre 2023) ;
 - ouverture d'une procédure de mandat ad hoc (juin 2023) suivie de l'ouverture d'une procédure de conciliation (mars 2024) ;
 - reports successifs du paiement des coupons dus (juillet 2023, septembre 2023, décembre 2023, février 2024).

Depuis l'annonce de l'Accord de Principe le 12 avril 2024 (§ 1.1.3), l'évolution du titre est stable, avec de faibles volumes échangés.

Les principaux évènements en lien avec l'évolution du cours de bourse de l'Action au cours de cette période d'observation sont recensés ci-après.

Evènements marquants

N°	Date	Evenements
1.	27-juil.-22	Publication des résultats du S1 2022 : CA (-7,5%), EBITDA (-1,3%)
2.	22-févr.-23	Report de la publication des états financiers 2022
3.	27-avr.-23	Publication des résultats annuels 2022 : CA (-6,6%), EBITDA (-4,6%) et annonce au marché des difficultés financières
4.	7-juin-23	Initiation des discussions entre Solocal et ses créanciers financiers afin de différer le paiement des coupons
5.	13-juil.-23	Obtention du report du paiement des coupons dus en juin et septembre 2023 au 30 septembre 2023 Élaboration d'un nouveau plan stratégique servant de base aux discussions avec les créanciers
6.	26-juil.-23	Publication des résultats du S1 2023 : CA semestriel (-7,5%), EBITDA (-39%)
7.	29-sept.-23	Obtention du report du paiement des coupons dus en juin et septembre 2023 au 15 décembre 2023
8.	18-oct.-23	Prorogation de la mission de mandat ad hoc et initiation du processus d'adossement pour trouver un partenaire industriel / acquéreur
9.	27-oct.-23	Première offre indicative de Ycor dans le processus de recherche d'investisseurs
10.	3-déc.-23	Demande de report de paiement de coupons et d'un waiver du respect de certains des covenants financiers
11.	20-déc.-23	Obtention du waiver et du report du paiement des coupons dus en juin, septembre et décembre 2023 au 30 janvier 2024
12.	1-févr.-24	Obtention du report du paiement des coupons dus en juin, septembre et décembre 2023 au 29 février 2024
13.	1-mars-24	Ouverture d'une procédure de conciliation
14.	13-mars-24	Point d'étape sur le processus de restructuration ; Solocal soutient l'offre d'Ycor
15.	12-avr.-24	Suspension de cotation Signature de l'Accord de principe entre Solocal, Ycor, le Groupe d'Obligataires et des créanciers

Source : Société

Le tableau, ci-après, synthétise les cours moyens pondérés par les volumes (« **CMPV** ») au 11 avril 2024, veille de l'annonce de l'Accord de Principe :

Analyse des CMPV

€	11-avr.-24
Spot (clôture)	0,044
20 séances	0,048
60 séances	0,056
120 séances	0,070
180 séances	0,085
250 séances	0,139
12 mois	0,141
Min 12 mois	0,040
Max 12 mois	0,439

Source : Bloomberg

Depuis un an, le cours de l'Action est passé de 0,439 € à 0,044 €, soit une capitalisation de Solocal de l'ordre de 6 M€ au 11 avril 2024.

L'évolution de la rotation de l'Action sur les douze derniers mois, exprimée par rapport au flottant au 31 décembre 2023, témoigne de la liquidité du titre :

Rotation de l'Action

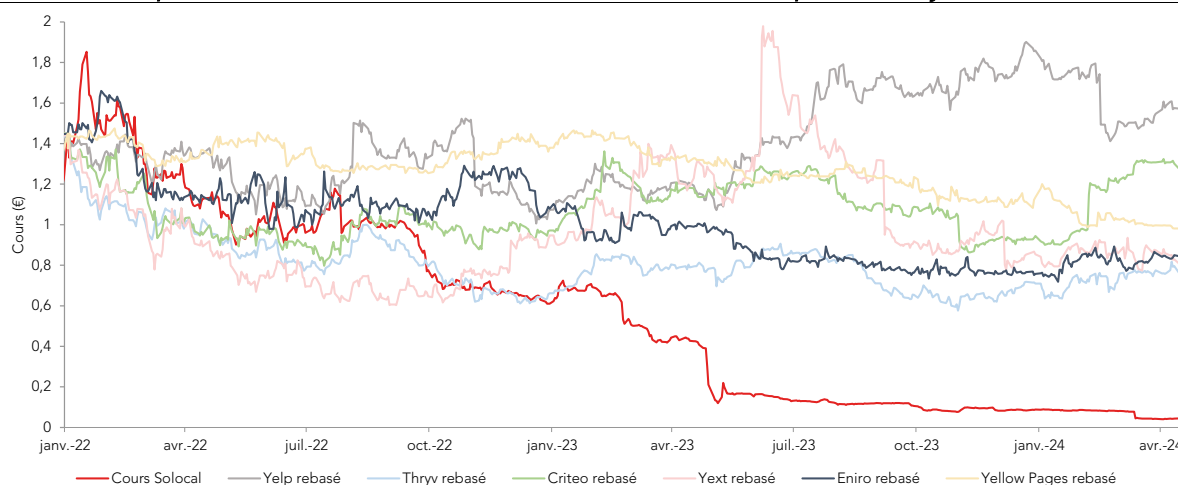
	11-avr.-24
Volume échangé 12 mois	102 401 689
Flottant	93 330 536
Rotation du flottant (%)	110%

Sources : Bloomberg, analyses Ledouble

4.4.2. Analyse comparative de l'évolution des cours de bourse de l'Action

Nous avons également comparé l'évolution du cours de bourse de l'Action à celle des titres des principaux concurrents de Solocal, retenus dans le panel des Comparables Boursiers (§ 4.6.1), depuis janvier 2022 :

Comparaison de l'évolution des cours de bourse depuis le 1^{er} janvier 2022



D'une manière générale, les cours des Comparables Boursiers ont évolué selon les mêmes tendances que l'Action Solocal jusqu'à fin 2022.

En revanche, depuis début 2023, l'Action sous-performe ses concurrents, et cette tendance n'a cessé de s'accroître compte tenu des événements ayant affecté le Groupe.

Sur l'ensemble de la période, nous notons la surperformance continue de Yelp et des dynamiques contrastées des autres acteurs comme Criteo et Yext ; les cours de bourse de Thryv et Eniro présentent des fluctuations moindres depuis janvier 2023.

À l'exception de Yelp, aucun des Comparables Boursiers n'a toutefois retrouvé les niveaux de valorisation d'avant janvier 2022.

4.4.3. Cours cible des analystes

L'Action est suivie par trois analystes dont nous avons relevé les recommandations formulées au cours des derniers mois :

Cours cible des analystes		
Analyste	Date	Cours cible
Kepler Cheuvreux	13-mars-24	0,05 €
Oddo BHF	13-mars-24	0,20 €
Gilbert Dupont	26-févr.-24	0,10 €
Moyenne		0,12 €
Min		0,05 €
Max		0,20 €

Source : Bloomberg

Les cours cible s'échelonnent dans une fourchette entre 0,05 € et 0,2 €.

4.5. Valorisation intrinsèque par actualisation des flux prévisionnels de trésorerie ou Discounted Cash-Flow (DCF)

4.5.1. Rappel du principe de la méthode DCF

La méthode Discounted Cash-Flow (« 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 générés par son activité, lesquels sont actualisés à un taux correspondant à l'exigence de rendement attendu par les apporteurs de ressources.

Le calcul de la valeur terminale, estimée au-delà de la période explicite de prévisions, repose sur l'estimation d'un flux de trésorerie 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).

Afin d'obtenir la valeur de marché des fonds propres, la valeur des activités opérationnelles (la « Valeur d'Entreprise » ou « VE ») est majorée de la trésorerie financière nette ou minorée de l'endettement financier net (§ 4.2.6.1).

4.5.2. Taux d'actualisation

Nous avons déterminé le taux d'actualisation à partir de la formule du Modèle d'Évaluation des Actifs Financiers (MEDAF) ; nous avons privilégié la méthode directe qui consiste à calculer le coût du capital (*Cost of Capital* ou « **CoC** ») à partir du beta de l'actif économique de l'entreprise.

Le taux d'actualisation a été calculé à partir des composants suivants :

- un taux sans risque de **2,9%** correspondant à la moyenne historique 3 mois des OAT 10 ans⁷² ;
- un beta de l'actif économique sur une période de 5 ans, égal à **1,05**⁷³ ;
- une prime de risque du marché français estimée à **6,2%**⁷⁴ ;
- une prime de taille, estimée à **2,5%**, afin de tenir compte du différentiel de taille existant entre la Société et l'échantillon de sociétés comparables retenu pour déterminer le coefficient beta⁷⁵ ;
- une prime de risque spécifique, comprise entre **2%** et **3%**⁷⁶, compte tenu du niveau de risque de réalisation des prévisions du Plan d'Affaires de l'Opération (§ 4.5.5).

Le coût moyen du capital « **CMPC** ») que nous avons retenu pour actualiser les flux prévisionnels de trésorerie en DCF ressort ainsi dans une fourchette comprise entre **13,9%** et **14,9%** :

Taux d'actualisation		
Composants		
Taux sans risque	2,9%	2,9%
Beta de l'actif économique	1,05	1,05
Rendement de marché	9,1%	9,1%
Prime de risque	6,2%	6,2%
Prime de taille	2,5%	2,5%
Prime spécifique	2,0%	3,0%
Taux d'actualisation	13,9%	14,9%

Source : Bloomberg, analyse Ledouble

4.5.3. Taux de croissance perpétuelle

La valeur terminale a été déterminée en tablant sur un taux de croissance perpétuelle de **2,0%**, en ligne avec les prévisions d'inflation à long terme en France.

Ce taux est également en ligne avec celui que nous retenons pour la détermination du rendement attendu du marché français selon notre modèle interne.

⁷² Source : Banque de France.

⁷³ Le beta de l'actif économique a été déterminé à partir de notre panel de Comparables Boursiers (§ 4.6). Pour information, les sociétés Eniro et Yellow Pages n'ont pas été retenues pour déterminer le beta de l'actif économique compte tenu du niveau faible du coefficient de détermination (R²) associé à leur beta.

⁷⁴ Ledouble dispose de son propre modèle d'estimation du rendement de marché français. Sur la base d'un rendement attendu du marché français estimé à **9,1%**, la prime de risque du marché français, après déduction du taux sans risque de **2,9%**, s'établit à **6,2%**.

⁷⁵ Kroll présente une corrélation entre la taille d'une société (capitalisation boursière) et son risque associé. Source : « *Valuation Handbook – International Guide to Cost of Capital* ». Le taux de 2,5% résulte de l'application de ce modèle par comparaison de Solocal avec les Comparables Boursiers.

⁷⁶ À titre indicatif, l'incidence de la prise en compte d'une prime de risque d'exécution de 3% reviendrait à réduire le taux de croissance annuelle du chiffre d'affaires prévu sur la Période d'Extrapolation de 5,5% (§ 4.5.5.2) à 3,5%.

4.5.4. Imposition

L'impôt sur les sociétés a été déterminé à partir du taux d'impôt en vigueur en France, soit un taux de 25,8% intégrant la contribution additionnelle.

Par ailleurs, la trajectoire d'impôt n'intègre pas la consommation des déficits reportables de la Société, dans la mesure où la valeur actuelle des déficits a été prise en compte dans le passage de la Valeur d'Entreprise à la valeur des capitaux propres (§ 4.2.5 et § 4.2.6).

4.5.5. Plans d'affaires établis par la Société

Au cours de l'été 2023, la Société a préparé, avec ses conseils, le Plan d'Affaires Septembre 2023, présenté et approuvé par le Conseil d'Administration du 26 septembre 2023.

Les trajectoires du Plan d'Affaires Septembre 2023 ont été établies selon une approche « *bottom-up* » sur la période 2024 à 2027, en excluant toute contrainte de financement.

À la suite de discussions avec les créanciers financiers du Groupe, ces derniers ont demandé une revue du Plan d'Affaires par le Boston Consulting Group⁷⁷, qui a entraîné de légères modifications.

Pour les besoins de l'Opération, la Société a ajusté le Plan d'Affaires Septembre 2023 en fonction du budget 2024⁷⁸ et du retard pris dans la Restructuration⁷⁹.

Nous avons exploité le Plan d'Affaires de l'Opération établi par la Direction, présenté et approuvé par le Conseil d'Administration du 3 mai 2024, dont les projections couvrent la période 2024 à 2027 (la « **Période Explicite** »).

L'exécution du Plan d'Affaires de l'Opération repose sur la mise en œuvre d'un plan stratégique comportant deux phases :

- une phase de réorganisation sur la période 2024 à 2025, avec :
 - la rationalisation du système des ventes, l'optimisation des outils de vente et le redimensionnement de la force de vente ;
 - la refonte de la plateforme PagesJaunes orientée vers une plateforme d'intermédiation visant une augmentation du trafic et offrant une meilleure expérience utilisateur ;
 - l'amélioration de l'efficacité opérationnelle du Groupe ;
- une phase de développement sur la période 2025⁸⁰ à 2027, qui repose sur le déploiement de nouvelles offres.

⁷⁷ Condition impérative à respecter pour que les créanciers financiers acceptent de reporter le paiement des intérêts financiers attachés aux emprunts obligataires.

⁷⁸ Le budget 2024 a été approuvé par le Conseil d'Administration en date du 26 janvier 2024.

⁷⁹ Le Plan d'Affaires Septembre 2023 reposait sur l'hypothèse que les négociations, en lien avec la restructuration de la Société, seraient finalisées d'ici fin 2023.

⁸⁰ Le lancement des nouveaux services est prévu pour mi-2025.

4.5.5.1. Période Explicite

Les hypothèses du Plan d’Affaires de l’Opération, qui n’intègre pas de croissance externe, sont les suivantes :

- une croissance annuelle moyenne du chiffre d’affaires de -1,3% sur l’ensemble de la Période Explicite, à nuancer selon les séquences du plan stratégique du Groupe :
 - un recul de l’activité sur les années 2024 (-9,0%) et 2025 (3,6%), suivi d’un rebond à partir de l’année 2026⁸¹ ;
 - un chiffre d’affaires en retrait par rapport au niveau observé en 2023 à l’horizon de la Période Explicite ;
- une dégradation progressive du taux de marge brute, qui passe de 87,8% en 2023 à près de 85,0% en 2027, résultant du lancement de nouvelles offres dont les marges brutes sont inférieures à celles de l’activité PagesJaunes, dont le poids dans le chiffre d’affaires du Groupe va mécaniquement se réduire ;
- une amélioration significative de la rentabilité opérationnelle⁸² sous l’effet :
 - d’une baisse importante des charges d’exploitation résultant des investissements réalisés en matière d’outils de vente et de systèmes d’information ;
 - de la renégociation du bail Citilight, effective à compter de 2025, se traduisant par une réduction des surfaces du siège social de la Société d’environ deux tiers ;
- des dépenses d’investissement plus importantes dans la première phase du Plan d’Affaires de l’Opération, avec le développement des nouvelles offres, l’amélioration des outils opérationnels et la refonte de la plateforme PagesJaunes, et qui tendent à se normaliser ensuite à un niveau de l’ordre de 24 M€ en 2027 ;
- un volet d’autres éléments « cash » constitués principalement des coûts de transformation ainsi qu’une marge de sécurité sur la variation de BFR liée à une contraction progressive de l’activité historique avec paiement d’avance des prestations.

À partir des données prévisionnelles du Plan d’Affaires de l’Opération et des informations complémentaires transmises par la Direction, nous avons déterminé les flux prévisionnels de trésorerie tenant compte de l’incidence de la norme IFRS 16 et de la charge de loyers prévisionnels dans les flux pour aboutir à une vision « cash ».

Nous considérons que le Plan d’Affaires de l’Opération retient des hypothèses particulièrement volontaristes :

- il ne peut être financé sans la Restructuration ;
- le Groupe n’a historiquement pas réalisé ses budgets et ses prévisions ;
- le Groupe supporte des coûts fixes importants et prévoit des optimisations en lien avec des investissements ;
- l’activité et la rentabilité sont en décroissance continue depuis de nombreuses années ;

⁸¹ Sur la période 2025 à 2027, la croissance annuelle moyenne du chiffre d’affaires ressort à 4,1%.

⁸² EBITDA après prise en compte des loyers.

- la Direction anticipe :
 - une amélioration significative de la rentabilité opérationnelle ;
 - des relais de croissance et une transformation dans sa stratégie à moyen terme sans que l'on puisse apprécier sa capacité à parvenir à leur mise en œuvre.

Dans ces conditions, nous considérons que les aléas d'exécution du plan stratégique sont très élevés.

4.5.5.2. *Période d'Extrapolation*

Nous avons extrapolé le Plan d'Affaires de l'Opération sur la période 2028 à 2029 (la « **Période d'Extrapolation** ») dont les trajectoires prévisionnelles se traduisent globalement par :

- une croissance annuelle de chiffre d'affaires de 5,5% permettant ainsi d'atteindre un niveau de chiffre d'affaires en 2029 proche de celui atteint sur les exercices 2022 et 2023 ;
- un taux de marge brute qui continue à se dégrader, compte tenu du développement des nouveaux services, pour atteindre un niveau de l'ordre de 83% en 2029 ;
- une variation de BFR convergeant linéairement vers un montant nul ;
- un taux d'impôt de 25,8%, en ligne avec le taux retenu sur la Période Explicite ;
- des autres éléments « cash » pour un montant réduit à 4 M€.

4.5.5.3. *Construction de la valeur terminale*

La valeur terminale calculée à l'issue de la Période d'Extrapolation résulte :

- de la capitalisation au taux d'actualisation, minoré du taux de croissance perpétuelle, d'un flux de trésorerie d'exploitation fiscalisé considéré comme récurrent ; et
- de l'actualisation de la valeur terminale ainsi obtenue.

Notre calcul de la valeur terminale repose sur un flux normatif déterminé à partir des hypothèses clés suivantes :

- un taux de croissance perpétuelle de 2,0% (§ 4.5.3) ;
- un taux de marge brute identique à celui de 2029 ;
- une enveloppe annuelle d'investissement indexé sur le niveau d'inflation ;
- une variation de BFR nulle ;
- la reconduction du taux d'impôt sur les sociétés et des autres éléments « cash » retenu sur la Période d'Extrapolation.

4.5.6. Synthèse de la valorisation DCF

Nous présentons, ci-après, une analyse de sensibilité de la Valeur d'Entreprise, de la valeur des capitaux propres et de la valeur de l'Action aux variations croisées du taux d'actualisation et du taux de croissance perpétuelle :

- Avec un risque de réalisation de 2% :
 - Analyse de sensibilité de la Valeur d'Entreprise (en M€) :

Analyse de sensibilité de la Valeur d'Entreprise

Croissance	Taux d'actualisation					
	normative	-100 bp	-50 bp	0 bp	+50 bp	+100 bp
-50 bp		169,8	159,6	150,2	141,5	133,5
-25 bp		176,4	165,6	155,7	146,6	138,2
0 bp		183,3	171,9	161,5	151,9	143,1
+25 bp		190,5	178,4	167,5	157,4	148,2
+50 bp		198,0	185,3	173,8	163,2	153,5

- Analyse de sensibilité de la valeur des capitaux propres (en M€) :

Analyse de sensibilité de la valeur des capitaux propres

Croissance	Taux d'actualisation					
	normative	-100 bp	-50 bp	0 bp	+50 bp	+100 bp
-50 bp		(80,8)	(91,0)	(100,4)	(109,1)	(117,1)
-25 bp		(74,2)	(85,0)	(94,9)	(104,0)	(112,4)
0 bp		(67,3)	(78,7)	(89,1)	(98,7)	(107,5)
+25 bp		(60,1)	(72,2)	(83,1)	(93,2)	(102,4)
+50 bp		(52,6)	(65,3)	(76,9)	(87,4)	(97,1)

- Analyse de sensibilité de la valeur par Action (en €) :

Analyse de sensibilité de la valeur par Action

Croissance	Taux d'actualisation					
	normative	-100 bp	-50 bp	0 bp	+50 bp	+100 bp
-50 bp		(0,614)	(0,692)	(0,764)	(0,830)	(0,891)
-25 bp		(0,564)	(0,646)	(0,722)	(0,791)	(0,855)
0 bp		(0,512)	(0,599)	(0,678)	(0,750)	(0,817)
+25 bp		(0,457)	(0,549)	(0,632)	(0,708)	(0,779)
+50 bp		(0,400)	(0,496)	(0,584)	(0,665)	(0,738)

La valeur centrale de l'Action ressort à **(0,678) €**, dans une fourchette de valeurs de **(0,791) €** à **(0,549) €**.

➤ Avec un risque de réalisation de 3% :

- Analyse de sensibilité de la Valeur d'Entreprise (en M€) :

Analyse de sensibilité de la Valeur d'Entreprise

Croissance	Taux d'actualisation					
	normative	-100 bp	-50 bp	0 bp	+50 bp	+100 bp
-50 bp		150,2	141,5	133,5	126,1	119,2
-25 bp		155,7	146,6	138,2	130,4	123,2
0 bp		161,5	151,9	143,1	135,0	127,4
+25 bp		167,5	157,4	148,2	139,7	131,8
+50 bp		173,8	163,2	153,5	144,6	136,3

- Analyse de sensibilité de la valeur des capitaux propres (en M€) :

Analyse de sensibilité de la valeur des capitaux propres

Croissance	Taux d'actualisation					
	normative	-100 bp	-50 bp	0 bp	+50 bp	+100 bp
-50 bp		(100,4)	(109,1)	(117,1)	(124,5)	(131,4)
-25 bp		(94,9)	(104,0)	(112,4)	(120,2)	(127,4)
0 bp		(89,1)	(98,7)	(107,5)	(115,6)	(123,2)
+25 bp		(83,1)	(93,2)	(102,4)	(110,9)	(118,8)
+50 bp		(76,9)	(87,4)	(97,1)	(106,0)	(114,3)

- Analyse de sensibilité de la valeur par Action (en €) :

Analyse de sensibilité de la valeur par Action

Croissance	Taux d'actualisation					
	normative	-100 bp	-50 bp	0 bp	+50 bp	+100 bp
-50 bp		(0,764)	(0,830)	(0,891)	(0,947)	(0,999)
-25 bp		(0,722)	(0,791)	(0,855)	(0,914)	(0,968)
0 bp		(0,678)	(0,750)	(0,817)	(0,879)	(0,936)
+25 bp		(0,632)	(0,708)	(0,779)	(0,843)	(0,903)
+50 bp		(0,584)	(0,665)	(0,738)	(0,806)	(0,869)

La valeur centrale de l'Action ressort à **(0,817) €**, dans une fourchette de valeurs de **(0,914) €** à **(0,708) €**.

À titre d'information, la valeur centrale de l'Action, à partir du taux d'actualisation retenu par la Société dans le cadre de l'établissement de ses tests de dépréciation⁸³, ressort à **(1,153) €**.

⁸³ 18,2%.

4.6. Valorisation analogique par les Comparables Boursiers

Dans le présent chapitre, nous développons la valorisation analogique de l'Action par référence aux multiples observés sur un panel de comparables boursiers (les « **Comparables Boursiers** »).

4.6.1. Composition de l'échantillon de Comparables Boursiers

Il n'existe pas, à notre connaissance, de sociétés cotées strictement comparables à Solocal, réunissant des caractéristiques identiques en termes de taille, de rentabilité, de modèle économique et de zones d'implantation.

Nous avons toutefois constitué un panel composé d'acteurs cotés, intervenant dans le secteur du marketing digital.

Notre présentation de Comparables Boursiers, ainsi que nos critères de sélection pour la constitution du panel, figurent en **Annexe 8** et **Annexe 9**.

Nous présentons, ci-après, les capitalisations boursières⁸⁴ des Comparables Boursiers :

Capitalisation boursière des Comparables Boursiers		
Société	Pays	M€
Yelp	États-Unis	2 500
Criteo	France	1 917
Thryv	États-Unis	743
Yext	États-Unis	646
Yellow Pages	Canada	90
Eniro	Suède	35
Moyenne		989

Source : Bloomberg

4.6.2. Modalités de calcul des multiples de valeur d'entreprise

À l'issue de notre examen des caractéristiques de Solocal et des Comparables Boursiers, nous avons écarté :

- les multiples de chiffre d'affaires, car il ne nous paraît pas pertinent de valoriser le Groupe selon le seul critère de volume d'activité sans tenir compte du critère de rentabilité d'exploitation ;
- les multiples de résultat d'exploitation (EBIT), du fait des différentes politiques d'amortissement et de dépréciation ;
- les multiples de résultat net (PER), qui aboutissent à des estimations biaisées du fait des écarts de structure financière et du différentiel de taux d'imposition applicable.

Ainsi, nous avons privilégié les multiples d'EBITDA⁸⁵ pour les années 2024 et 2025, qui ont été appliqués aux agrégats du Plan d'Affaires de l'Opération.

Nous avons appliqué une décote de taille de 25% pour tenir compte du différentiel de taille entre les sociétés des échantillons et la Société.

⁸⁴ En moyenne 1 mois.

⁸⁵ Les informations financières dans le secteur du marketing digital provenant du Groupe, des Comparables Boursiers et des analystes financiers, en termes de marge opérationnelle, se réfèrent à l'EBITDA.

Pour déterminer les multiples, nous nous sommes référés :

- à la capitalisation boursière des Comparables Boursiers des trois derniers mois, ajustée de la dernière dette financière nette (ou, le cas échéant, la trésorerie financière nette) publiée⁸⁶ ;
- aux estimations d'EBITDA issues des consensus d'analystes.

Dans une seconde approche, nous avons capté les effets à long terme de la réorganisation et retenu les agrégats 2028 et 2029 issus de l'extrapolation des prévisions du Plan d'Affaires de l'Opération, en leur appliquant les multiples médians des années 2024 et 2025, tout en tenant compte de l'effet d'actualisation de ces multiples à horizon 2028 et 2029. La décote de taille de 25% a été maintenue.

4.6.3. Synthèse de la valorisation par les Comparables Boursiers

L'examen du profil et des multiples de Valeur d'Entreprise des Comparables Boursiers appelle de notre part les commentaires suivants :

- Solocal est d'une taille sensiblement inférieure à celle des Comparables Boursiers ;
- le modèle actuel de Solocal extériorise un niveau de rentabilité globalement en deçà de celui des Comparables Boursiers ;
- les multiples d'EBITDA issus de notre panel de Comparables Boursiers sont homogènes et supérieurs à ceux extériorisés par le Plan d'Affaires de l'Opération.

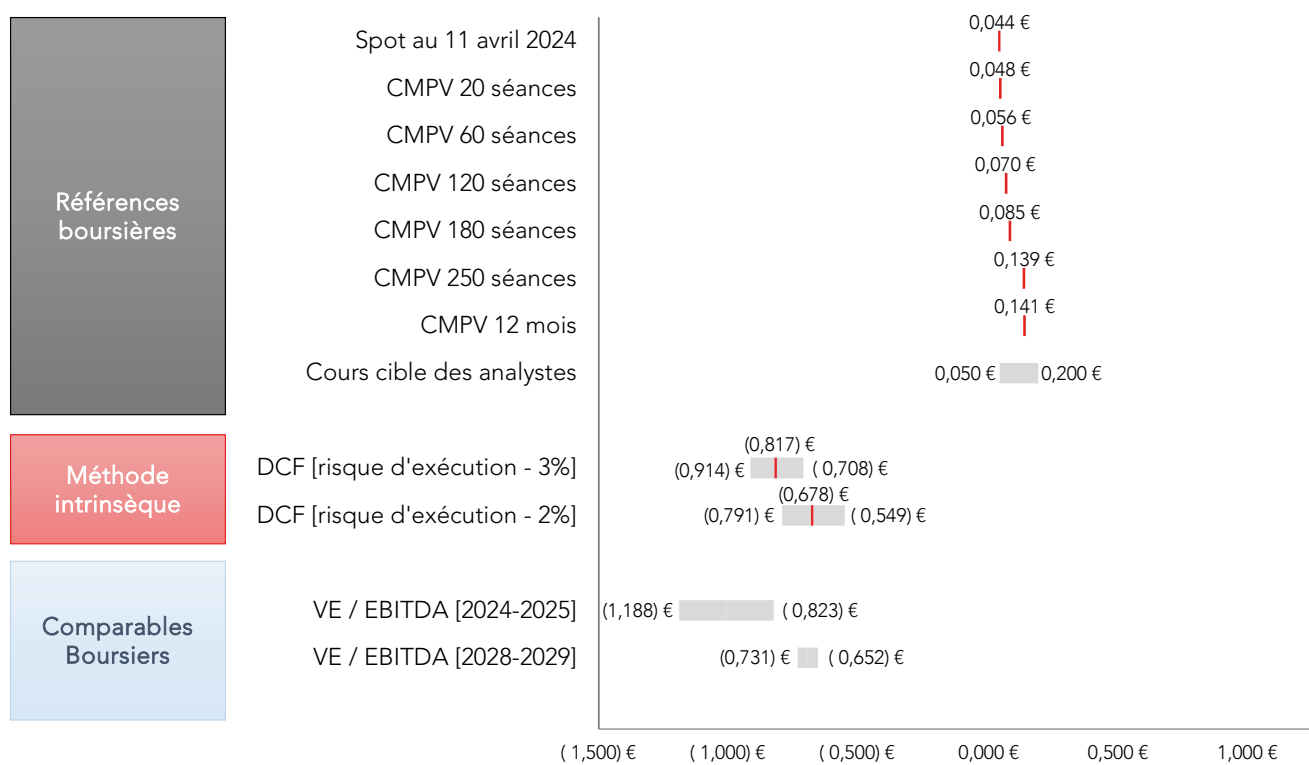
À partir des multiples de VE/EBITDA médians 2024 et 2025 compris entre 4,1x et 4,4x, après application de la décote de taille, la valeur analogique de l'Action par les Comparables Boursiers s'inscrit dans une fourchette de **(1,188) €** à **(0,823) €**.

En appliquant les multiples médians des années 2024 et 2025 actualisés aux agrégats prévisionnels de 2028 et 2029, la valeur de l'Action s'inscrit dans une fourchette de **(0,731) €** à **(0,652) €**.

⁸⁶ Corrigée des dettes de location.

4.7. Synthèse de l'Évaluation Multicritère

Les évaluations du Groupe, exprimées en valeur de l'Action, s'inscrivent dans les fourchettes suivantes :



Nos valorisations se conçoivent dans une perspective de poursuite de l'exploitation et de redressement de la situation financière du Groupe. Elles n'intègrent pas la gestion des besoins de trésorerie nécessaire à la réalisation du Plan d'Affaires de l'Opération et à la couverture des échéances de remboursement des dettes du Groupe.

Dans ce scénario de continuité d'exploitation, nous avons mis en œuvre une Évaluation Multicritère du Groupe fondée sur les références et les méthodes suivantes :

- > les références boursières pour l'ensemble des titres cotés ;
- > une évaluation intrinsèque en actualisant les flux de trésorerie prévisionnels issus du Plan d'Affaires de l'Opération ;
- > une évaluation analogique par référence aux multiples de rentabilité issus d'un panel de sociétés comparables.

Les hypothèses sous-tendant notre Évaluation Multicritère sont les suivantes :

- > le Plan d'Affaires de l'Opération présenté et approuvé par le Conseil d'Administration du 3 mai 2024, qui repose sur le plan stratégique comportant une phase de réorganisation sur la période 2024 à 2025 suivie d'une phase de développement sur la période 2025⁸⁷ à 2027 sans contrainte de financement ;

⁸⁷ Le lancement des nouveaux services est prévu pour mi-2025.

- à horizon 2027, la refonte de la plateforme PagesJaunes, la rationalisation de son système des ventes et le déploiement de nouvelles offres constituant des relais de croissance sans que l'on puisse apprécier à ce stade la capacité du Groupe à parvenir à les mettre en œuvre ;
- afin d'examiner la situation qui pourrait être la plus favorable aux Actionnaires, nous avons retenu le Plan d'Affaires de l'Opération en ce compris ses hypothèses les plus favorables.

Les aléas d'exécution des prévisions issus du Plan d'Affaires de l'Opération sont très élevés.

S'agissant de l'évaluation intrinsèque par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie, nous soulignons que :

- les bornes hautes des fourchettes de valeurs tablent sur la réussite des projets reflétés dans le Plan d'Affaires de l'Opération ;
- la part prépondérante de la valeur terminale en valorisation DCF résulte du poids des investissements intégrés dans le Plan d'Affaires de l'Opération qui obèrent les flux prévisionnels de trésorerie ;
- la prise en compte d'un risque d'exécution est à apprécier au regard des hypothèses qui sous-tendent le Plan d'Affaires de l'Opération, que nous avons jugé particulièrement volontariste, au regard des difficultés du Groupe à atteindre ses objectifs d'activité et de profitabilité au cours des dernières années ;
- dans le contexte actuel, il s'agit par conséquent de valorisations optimistes permettant d'apprécier la situation des actionnaires sous condition de réussite de la Restructuration.

En ce qui concerne les valeurs analogiques par les Comparables Boursiers :

- leur niveau est en ligne avec les valeurs intrinsèques ;
- l'application des multiples d'EBITDA sur les agrégats 2024 et 2025 du Plan d'Affaires de l'Opération conduit à une valeur de l'Action en net retrait par rapport à celle issue de l'application des multiples d'EBITDA sur les agrégats 2028 et 2029, ce qui s'explique par la phase de redressement anticipée à moyen terme dans le Plan d'Affaires de l'Opération.

Les résultats issus des méthodes d'évaluation intrinsèque et analogique présentent des valeurs négatives et mécaniquement en net retrait par rapport aux références boursières actuelles de Solocal.

Au regard de ces valeurs et de la subordination des Actionnaires qui les place après les créanciers, il ressort que les Actionnaires existants perdraient potentiellement la totalité de leur investissement en l'absence de Restructuration.

5. Analyse des conditions financières de la Restructuration

Pour apprécier les conditions financières de la Restructuration, nous avons :

- analysé l'évolution de la structure actionnariale de la Société suite aux différentes opérations de la Restructuration (§ 5.1) ;
- étudié l'incidence de la Restructuration sur la structure financière du Groupe (§ 5.2) ;
- valorisé la Société après prise en compte des effets de la Restructuration (§ 5.3) ;
- apprécié l'évolution patrimoniale des actionnaires (§ 5.4) et examiné le positionnement du prix d'émission des augmentations de capital par rapport à la valeur de l'Action estimée au travers d'une évaluation multicritère (§ 5.3).

5.1. Analyse de l'actionariat post-Restructuration

L'analyse de l'impact de l'Opération sur la situation des Actionnaires nécessite d'exposer la répartition du capital de Solocal après Restructuration :

- en absence de souscription par le marché à l'Augmentation de Capital avec maintien du DPS ;
- en cas de souscription totale par le marché à l'Augmentation de Capital avec maintien du DPS ;
- hors exercice des BSA Ycor et des BSA Obligataires ;
- avec exercice des BSA Ycor et des BSA Obligataires.

Pour permettre la libération du capital, la Société réalisera la Première Réduction de Capital, préalablement aux augmentations de capital.

Pour mémoire, la répartition du capital de la Société pré-Opération se présente comme suit :

Actionariat pré-Opération		
	Nombre d'Actions	%
Obligataires	38 202 748	28,95%
<i>GoldenTree Asset Management LP</i>	<i>30 616 900</i>	<i>23,20%</i>
<i>Crédit Suisse Asset Management</i>	<i>7 585 848</i>	<i>5,75%</i>
Autres actionnaires	93 330 536	70,73%
Capital auto-détenu	427 370	0,32%
Total Actions	131 960 654	100%

Nous notons que certains bénéficiaires des augmentations de capital sont à la fois actionnaires et prêteurs (§ 5.4.2).

Nous présentons les incidences successives de la Restructuration sur le nombre d'Actions de la Société.

5.1.1. Étape 1 : Augmentation de Capital avec maintien du DPS

Lors de la première étape de la Restructuration, sur la base du nombre d'Actions en circulation, il sera émis 6.004.209.757 d'Actions nouvelles à un prix d'émission de 0,003 € par Action (§ 2.6.1.2). L'Augmentation de Capital avec maintien du DPS est garantie par Ycor et les Obligataires.

Sur la base d'un cours de bourse spot au 11 avril 2024 de 0,044 € et de l'Augmentation de Capital avec maintien du DPS, à un prix d'émission de 0,003 € par Action, qui implique un TERP de 0,0039 €⁸⁸ par Action, la valeur théorique du DPS ressort à 0,0009 € par Action⁸⁹.

En contrepartie de l'engagement de souscription à l'Augmentation de Capital avec maintien du DPS, il sera émis 2.586.881.487 BSA au prix d'exercice de 0,01 € par Action.

Augmentation de Capital avec maintien du DPS	
Montant (en €)	18 012 629
Ycor	13 012 629
Obligataires	5 000 000
Prix d'émission (en €)	0,003
Nombre d'Actions émises	6 004 209 757
Ycor	4 337 543 090
Obligataires	1 666 666 667
Nombre de BSA en rémunération de la garantie	2 586 881 487
Ycor	1 868 807 116
Obligataires	718 074 371

La répartition du capital de la Société post-Augmentation de Capital avec maintien du DPS peut se résumer comme suit (en nombre d'Actions et en %) :

Actionnariat post Augmentation de Capital avec maintien du DPS

	Absence de souscription par le marché		Souscription totale du marché	
	Avant exercice des BSA	Après exercice des BSA	Avant exercice des BSA	Après exercice des BSA
Ycor	4 337 543 090	6 206 350 206	0	1 868 807 116
Obligataires	1 666 666 667	2 384 741 038	0	718 074 371
Actionnaires existants	131 960 654	131 960 654	131 960 654	131 960 654
Actionnaires existants - Obligataires	38 202 748	38 202 748	38 202 748	38 202 748
Actionnaires existants - Autres	93 757 906	93 757 906	93 757 906	93 757 906
Marché	0	0	6 004 209 757	6 004 209 757
Total	6 136 170 411	8 723 051 898	6 136 170 411	8 723 051 898

Actionnariat post Augmentation de Capital avec maintien du DPS

	Absence de souscription par le marché		Souscription totale du marché	
	Avant exercice des BSA	Après exercice des BSA	Avant exercice des BSA	Après exercice des BSA
Ycor	70,69%	71,15%	0,00%	21,42%
Obligataires	27,16%	27,34%	0,00%	8,23%
Actionnaires existants	2,15%	1,51%	2,15%	1,51%
Actionnaires existants - Obligataires	0,62%	0,44%	0,62%	0,44%
Actionnaires existants - Autres	1,53%	1,07%	1,53%	1,07%
Marché	0,00%	0,00%	97,85%	68,83%
Total	100%	100%	100%	100%

Postérieurement à la réalisation de l'Augmentation de Capital avec maintien du DPS et en fonction de l'exercice des BSA, les Actionnaires existants détiendront entre 1,51% et 2,15% du capital de la Société.

Dans l'hypothèse d'une absence de souscription par le marché, Ycor et les Obligataires pourront porter leur participation dans le capital de la Société à un pourcentage respectivement entre 70,69% et 71,15% et entre 27,16% et 27,34%.

⁸⁸ Capitalisation boursière post-Augmentation de Capital avec maintien du DPS (23.779.310 €) / Nombre d'Actions post-Augmentation de Capital avec maintien du DPS (6.136.170.411).

⁸⁹ 0,0039 € (TERP) – 0,003 € (Prix d'émission).

5.1.2. Étape 2 : Augmentation de Capital Réserve Obligataires

Sur la base du nombre d'Actions post-Augmentation de Capital avec maintien du DPS, soit 6.136.170.411 Actions (§ 5.1.1), il sera émis 7.180.666.667 d'Actions nouvelles pour un montant d'émission de l'ordre de 196 M€ à un prix d'émission de 0,0272400460 € par Action (§ 2.6.1.3).

Augmentation de Capital Réserve Obligataires

Montant (en €)	195 601 691
Prix d'émission (en €)	0,02724004600
Nombre d'Actions émises	7 180 666 667

La répartition du capital de la Société post-Augmentation de Capital Réserve Obligataires peut se résumer comme suit (en nombre d'Actions et en %) :

Actionnariat post Augmentation de Capital Réserve Obligataires

	Absence de souscription par le marché		Souscription totale du marché	
	Avant exercice des BSA	Après exercice des BSA	Avant exercice des BSA	Après exercice des BSA
Ycor	4 337 543 090	6 206 350 206	0	1 868 807 116
Obligataires	8 847 333 334	9 565 407 705	7 180 666 667	7 898 741 038
Actionnaires existants	131 960 654	131 960 654	131 960 654	131 960 654
Actionnaires existants - Obligataires	38 202 748	38 202 748	38 202 748	38 202 748
Actionnaires existants - Autres	93 757 906	93 757 906	93 757 906	93 757 906
Marché	0	0	6 004 209 757	6 004 209 757
Total	13 316 837 078	15 903 718 565	13 316 837 078	15 903 718 565

Actionnariat post Augmentation de Capital Réserve Obligataires

	Absence de souscription par le marché		Souscription totale du marché	
	Avant exercice des BSA	Après exercice des BSA	Avant exercice des BSA	Après exercice des BSA
Ycor	32,57%	39,02%	0,00%	11,75%
Obligataires	66,44%	60,15%	53,92%	49,67%
Actionnaires existants	0,99%	0,83%	0,99%	0,83%
Actionnaires existants - Obligataires	0,29%	0,24%	0,29%	0,24%
Actionnaires existants - Autres	0,70%	0,59%	0,70%	0,59%
Marché	0,00%	0,00%	45,09%	37,75%
Total	100%	100%	100%	100%

À l'issue de l'Augmentation de Capital Réserve Obligataires, les Actionnaires existants verraient leur participation réduite à moins de 1% du capital de la Société.

Il est prévu que les Obligataires, en fonction du degré de souscription par le marché, détiennent entre 49,67% et 66,44% du capital de la Société.

5.1.3. Étape 3 : Augmentation de Capital Réserve

Sur la base du nombre d'Actions post-Augmentation de Capital Réserve Obligataires, il sera émis 8.333.333.333 Actions nouvelles pour un prix d'émission de l'ordre de 25 M€ et de 0,003 € par Action (§ 2.6.1.2).

Augmentation de Capital Réserve

Montant (en €)	25 000 000
Prix d'émission (en €)	0,003
Nombre d'Actions émises	8 333 333 333

La répartition du capital de la Société post-Augmentation de Capital Réservee peut se résumer comme suit (en nombre d'Actions et en %) :

Actionnariat post Augmentation de Capital Réservee

	Absence de souscription par le marché		Souscription totale du marché	
	Avant exercice des BSA	Après exercice des BSA	Avant exercice des BSA	Après exercice des BSA
Ycor	12 670 876 423	14 539 683 539	8 333 333 333	10 202 140 449
Obligataires	8 847 333 334	9 565 407 705	7 180 666 667	7 898 741 038
Actionnaires existants	131 960 654	131 960 654	131 960 654	131 960 654
Actionnaires existants - Obligataires	38 202 748	38 202 748	38 202 748	38 202 748
Actionnaires existants - Autres	93 757 906	93 757 906	93 757 906	93 757 906
Marché	0	0	6 004 209 757	6 004 209 757
Total	21 650 170 411	24 237 051 898	21 650 170 411	24 237 051 898

Actionnariat post Augmentation de Capital Réservee

	Absence de souscription par le marché		Souscription totale du marché	
	Avant exercice des BSA	Après exercice des BSA	Avant exercice des BSA	Après exercice des BSA
Ycor	58,53%	59,99%	38,49%	42,09%
Obligataires	40,86%	39,47%	33,17%	32,59%
Actionnaires existants	0,61%	0,54%	0,61%	0,54%
Actionnaires existants - Obligataires	0,18%	0,16%	0,18%	0,16%
Actionnaires existants - Autres	0,43%	0,39%	0,43%	0,39%
Marché	0,00%	0,00%	27,73%	24,77%
Total	100%	100%	100%	100%

À l'issue de l'Augmentation de Capital Réservee, la participation des Actionnaires existants sera comprise entre 0,54% et 0,61%.

Selon l'exercice, ou non, de ses BSA, Ycor détiendra entre 38,49% et 59,99% du capital de la Société.

5.1.4. Étape 4 : Augmentation de Capital Regicom

Lors de la dernière augmentation de capital prévue dans la Restructuration, il sera émis 11.666.666.666 Actions nouvelles pour un prix d'émission de l'ordre de 35 M€, soit 0,003 € par Action (§ 2.6.1.4).

Augmentation de Capital Regicom

Montant (en €)	35 000 000
Prix d'émission (en €)	0,003
Nombre d'Actions émises	11 666 666 666

La répartition du capital de la Société post-Augmentation de Capital Regicom sera la suivante (en nombre d'Actions et en %) :

Actionnariat post Augmentation de Capital Regicom

	Absence de souscription par le marché		Souscription totale du marché	
	Avant exercice des BSA	Après exercice des BSA	Avant exercice des BSA	Après exercice des BSA
Ycor	24 337 543 089	26 206 350 205	19 999 999 999	21 868 807 115
Obligataires	8 847 333 334	9 565 407 705	7 180 666 667	7 898 741 038
Actionnaires existants	131 960 654	131 960 654	131 960 654	131 960 654
Actionnaires existants - Obligataires	38 202 748	38 202 748	38 202 748	38 202 748
Actionnaires existants - Autres	93 757 906	93 757 906	93 757 906	93 757 906
Marché	0	0	6 004 209 757	6 004 209 757
Total	33 316 837 077	35 903 718 564	33 316 837 077	35 903 718 564

Actionnariat post Augmentation de Capital Regicom

	Absence de souscription par le marché		Souscription totale du marché	
	Avant exercice des BSA	Après exercice des BSA	Avant exercice des BSA	Après exercice des BSA
Ycor	73,05%	72,99%	60,03%	60,91%
Obligataires	26,56%	26,64%	21,55%	22,00%
Actionnaires existants	0,40%	0,37%	0,40%	0,37%
Actionnaires existants - Obligataires	0,11%	0,11%	0,11%	0,11%
Actionnaires existants - Autres	0,28%	0,26%	0,28%	0,26%
Marché	0,00%	0,00%	18,02%	16,72%
Total	100%	100%	100%	100%

5.1.5. Synthèse de la Restructuration

À l'issue des augmentations de capital, il est également prévu un regroupement d'Actions, de sorte que le nombre total d'Actions soit de 33.316.838 Actions, puis une Seconde Réduction de Capital (§ 2.6.1.5) ; dès lors, l'actionnariat de la Société serait réparti comme suit (en nombre d'Actions et en %) :

Actionnariat post Restructuration - Avant exercice des BSA

	Absence de souscription par le marché	Souscription totale du marché
Ycor	24 337 543,00	20 000 000
Obligataires	8 847 334,00	7 180 667
Actionnaires existants	131 961,00	131 961
<i>Actionnaires existants - Obligataires</i>	38 203	38 203
<i>Actionnaires existants - Autres</i>	93 758	93 758
Marché	0,00	6 004 210
Total	33 316 838	33 316 838

Actionnariat post Restructuration - Avant exercice des BSA

	Absence de souscription par le marché	Souscription totale du marché
Ycor	73,05%	60,03%
Obligataires	26,56%	21,55%
Actionnaires existants	0,40%	0,40%
<i>Actionnaires existants - Obligataires</i>	0,11%	0,11%
<i>Actionnaires existants - Autres</i>	0,28%	0,28%
Marché	0,00%	18,02%
Total	100%	100%

En considérant l'exercice des 2.586.881.487 BSA en rémunération de la garantie (§ 5.1.1), le nombre d'Actions post-Restructuration s'établira à 35.903.719 Actions, réparties comme suit (en nombre d'Actions et en %) :

Actionnariat post Restructuration - Après exercice des BSA

	Absence de souscription par le marché	Souscription totale du marché
Ycor	26 206 350	21 868 807
Obligataires	9 565 408	7 898 741
Actionnaires existants	131 961	131 961
<i>Actionnaires existants - Obligataires</i>	38 203	38 203
<i>Actionnaires existants - Autres</i>	93 758	93 758
Marché	0	6 004 210
Total	35 903 719	35 903 719

Actionnariat post Restructuration - Après exercice des BSA

	Absence de souscription par le marché	Souscription totale du marché
Ycor	72,99%	60,91%
Obligataires	26,64%	22,00%
Actionnaires existants	0,37%	0,37%
<i>Actionnaires existants - Obligataires</i>	0,11%	0,11%
<i>Actionnaires existants - Autres</i>	0,26%	0,26%
Marché	0,00%	16,72%
Total	100%	100%

Les augmentations de capital prévues dans le cadre de la Restructuration conduisent à :

- la montée au capital d'Ycor à hauteur de 60,03% à 73,05% du capital selon le taux de souscription à l'Augmentation de Capital avec maintien du DPS ;
- la dilution des Obligataires déjà partiellement Actionnaires, leur participation passant globalement de 28,95% à 21,67% ou 26,75%⁹⁰ selon l'exercice ou non des BSA ;
- la dilution importante des Actionnaires existants dès la première augmentation de capital.

5.2. Analyse de la structure financière post-Restructuration

En suivant les étapes du Plan de SFA 2024 et la restructuration du Crédit RCF, nous présentons, ci-après :

- l'endettement financier post-Restructuration, dont le montant ressort à 2,3 M€ ;
- la trésorerie de Solocal, qui a été ajustée des remboursements du Crédit RCF, du Prêt Atout et de la trésorerie nette de Regicom au 31 décembre 2023, d'un montant de 35,4 M€.

Analyse de l'endettement financier post Restructuration

En M€	
Endettement financier au 31 décembre 2023	(253,1)
Augmentation de Capital avec maintien du DPS	18,0
<i>Endettement financier net post Augmentation de Capital avec maintien du DPS</i>	<i>(235,1)</i>
Annulation emprunts obligataires (en valeur nominale)	176,7
Annulation intérêts courus non échus sur emprunts	16,6
TSSDI	(5,0)
<i>Endettement financier net post Augmentation de Capital Réserve Obligataires</i>	<i>(46,7)</i>
Augmentation de Capital Réserve	25,0
<i>Endettement financier net post Augmentation de Capital Réserve</i>	<i>(21,7)</i>
Réinstallation du Mini Bond	(2,6)
Remboursement Crédit RCF	20,0
Remboursement Prêt Atout (BPI)	2,0
Endettement financier post Restructuration	(2,3)
Trésorerie nette Solocal au 31 décembre 2023 ajustée des remboursements du Crédit RCF et du Prêt Atout	33,7
Trésorerie nette Regicom au 31 décembre 2023	4,0
Trésorerie nette post Restructuration	35,4

⁹⁰ Obligataires + Actionnaires existants Obligataires.

5.3. Analyse de la valorisation du Groupe post-Restructuration

Préalablement à l'analyse de l'impact sur le patrimoine des Actionnaires existants post-Restructuration, nous avons mis en œuvre une évaluation multicritère du Groupe en tenant compte de la Restructuration.

Nous mentionnons, ci-après, les données structurantes qui ont fait l'objet de modifications par rapport à l'évaluation du Groupe à l'appui du Plan d'Affaires de l'Opération (§ 4).

5.3.1. Nombre d'Actions

En considérant l'ensemble des augmentations de capital (§ 5.1), et avant Regroupement, le nombre d'Actions post-Restructuration ressort à 33.316.837.077 Actions (§ 5.1.4), hors prise en compte de l'exercice des BSA⁹¹.

5.3.2. Endettement financier net

L'Évaluation Multicritère de Solocal post-Restructuration se fonde sur une trésorerie nette comptable de 35,4 M€ (§ 5.2).

Nous avons appliqué la même méthodologie que celle développée pour l'Évaluation Multicritère en retenant un endettement financier net différencié selon les méthodes de valorisation mises en œuvre (§ 4.2.6).

Les trajectoires prévisionnelles du Plan d'Affaires Ycor intégrant la contribution de Regicom, nous avons pris en considération les éléments d'endettement financier net de Regicom dans nos ajustements.

- En valorisation intrinsèque, l'endettement net financier que nous retenons pour la valorisation intrinsèque du Groupe s'élève à (13,4) M€ :

Endettement financier net - Approche intrinsèque	
M€	31-déc.-23
Trésorerie financière nette post Restructuration	35,4
+ Avantages du personnel courants et non courants nets d'IDA	(43,8)
+ Provisions courantes et non courantes	(27,7)
+ Provisions courantes et non courantes - Regicom	(0,6)
- Valeur actuelle des déficits reportables*	21,1
- Actifs financiers non courants	2,0
- Actifs financiers non courants - Regicom	0,2
Endettement financier net post Restructuration	(13,4)

Source : Société, analyse Ledouble

* § 4.2.5

⁹¹ En tenant compte de l'exercice des BSA, le nombre d'Actions ressort à 35.903.718.564 Actions (§ 5.1.4).

- En valorisation analogique, l'endettement net financier que nous retenons pour la valorisation analogique du Groupe s'élève à (45,6) M€⁹² :

Endettement financier net - Approche analogique	
M€	31-déc.-23
Trésorerie financière nette post Restructuration	35,4
+ Avantages du personnel courants et non courants nets d'IDA	(43,8)
+ Provisions courantes et non courantes	(27,7)
+ Coûts de restructuration nets d'IS	(30,0)
+ Provisions courantes et non courantes - Regicom	(0,6)
- Valeur actuelle des déficits reportables	21,1
Endettement financier net post Restructuration	(45,6)

Source : Société, analyse Ledouble

5.3.3. Plan d'Affaires Ycor

Dans le cadre du processus d'offre de reprise de Solocal, Ycor a établi un plan d'affaires fin 2023 (le « **Plan d'Affaires Ycor** ») par gamme de produits, couvrant la période 2024 à 2027.

Le Plan d'Affaires Ycor repose sur trois piliers :

- devenir un acteur incontournable de la vie locale en créant une plateforme fournissant des informations locales (administration publique, emplois, actualités locales diverses,...) ;
- proposer des services locaux à partir de la plateforme, afin notamment de gérer la prise de rendez-vous et donner accès à des services de *marketplace* ;
- valoriser la base de données PagesJaunes en proposant ces données aux acteurs de la publicité locale pour qu'ils connaissent leurs clients afin de mener une publicité ciblée.

Les hypothèses clés sont les suivantes :

- des synergies provenant du rapprochement avec Regicom ;
- une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires de 5,6% sur la période 2023 à 2027 ;
- une dégradation progressive du taux de marge brute qui s'explique par le lancement de nouvelles offres et l'intégration de Regicom ;
- une baisse importante des charges d'exploitation résultant des investissements réalisés en matière d'outils de vente et de systèmes d'information ;
- la renégociation du bail Citilight ;
- des dépenses d'investissement globalement en ligne par rapport à celles retenues dans le Plan d'Affaires de l'Opération, avec néanmoins des investissements complémentaires pour moderniser la plateforme de Solocal.

Nous avons extrapolé le Plan d'Affaires Ycor sur la période 2028 à 2029 ; les niveaux de croissance sur la Période d'Extrapolation qui se fondent sur les prévisions de l'année 2027 sont supérieures à celles observées dans le Plan d'Affaires de l'Opération.

⁹² Ycor a intégré des coûts de restructuration additionnels, par rapport au Plan d'Affaires de l'Opération, pour un montant total de 40,5 M€ sur la période 2024 à 2026.

5.3.4. Valorisation intrinsèque par actualisation des flux prévisionnels de trésorerie

Nous présentons, ci-après, une analyse de la sensibilité de l'Action post-Restructuration aux variations croisées du taux d'actualisation et du taux de croissance perpétuelle selon les deux hypothèses de prime de risque d'exécution :

- Avec un risque de réalisation de 2% :
 - Analyse de sensibilité de la Valeur d'Entreprise (en M€) :

Analyse de sensibilité de la Valeur d'Entreprise					
Croissance	Taux d'actualisation				
normative	-100 bp	-50 bp	0 bp	+50 bp	+100 bp
-50 bp	701,3	662,9	627,7	595,4	565,5
-25 bp	720,0	680,0	643,3	609,7	578,7
0 bp	739,7	697,8	659,6	624,6	592,3
+25 bp	760,2	716,5	676,6	640,1	606,5
+50 bp	781,8	736,0	694,3	656,2	621,3

- Analyse de sensibilité de la valeur des capitaux propres (en M€) :

Analyse de sensibilité de la valeur des capitaux propres					
Croissance	Taux d'actualisation				
normative	-100 bp	-50 bp	0 bp	+50 bp	+100 bp
-50 bp	687,9	649,5	614,3	582,0	552,1
-25 bp	706,6	666,6	629,9	596,3	565,3
0 bp	726,3	684,4	646,2	611,1	578,9
+25 bp	746,8	703,1	663,2	626,6	593,1
+50 bp	768,4	722,5	680,9	642,8	607,9

- Analyse de sensibilité de la valeur par Action (en €) :

Analyse de sensibilité de la valeur par Action					
Croissance	Taux d'actualisation				
normative	-100 bp	-50 bp	0 bp	+50 bp	+100 bp
-50 bp	0,019	0,018	0,017	0,016	0,015
-25 bp	0,020	0,019	0,018	0,017	0,016
0 bp	0,020	0,019	0,018	0,017	0,016
+25 bp	0,021	0,020	0,018	0,017	0,017
+50 bp	0,021	0,020	0,019	0,018	0,017

La valeur centrale de l'Action ressort à **0,018 €**, dans une fourchette de valeurs de **0,017 €** à **0,020 €**.

- Avec un risque de réalisation de 3% :
 - Analyse de sensibilité de la Valeur d'Entreprise :

Analyse de sensibilité de la Valeur d'Entreprise					
Croissance	Taux d'actualisation				
normative	-100 bp	-50 bp	0 bp	+50 bp	+100 bp
-50 bp	627,7	595,4	565,5	537,9	512,3
-25 bp	643,3	609,7	578,7	550,0	523,5
0 bp	659,6	624,6	592,3	562,6	535,1
+25 bp	676,6	640,1	606,5	575,6	547,1
+50 bp	694,3	656,2	621,3	589,2	559,6

- Analyse de sensibilité de la valeur des capitaux propres :

Analyse de sensibilité de la valeur des capitaux propres

Croissance normative	Taux d'actualisation				
	-100 bp	-50 bp	0 bp	+50 bp	+100 bp
-50 bp	614,3	582,0	552,1	524,5	498,9
-25 bp	629,9	596,3	565,3	536,6	510,0
0 bp	646,2	611,1	578,9	549,2	521,6
+25 bp	663,2	626,6	593,1	562,2	533,7
+50 bp	680,9	642,8	607,9	575,8	546,1

- Analyse de sensibilité de la valeur par Action :

Analyse de sensibilité de la valeur par Action

Croissance normative	Taux d'actualisation				
	-100 bp	-50 bp	0 bp	+50 bp	+100 bp
-50 bp	0,017	0,016	0,015	0,015	0,014
-25 bp	0,018	0,017	0,016	0,015	0,014
0 bp	0,018	0,017	0,016	0,015	0,015
+25 bp	0,018	0,017	0,017	0,016	0,015
+50 bp	0,019	0,018	0,017	0,016	0,015

La valeur centrale de l'Action ressort à **0,016 €**, dans une fourchette de valeurs de **0,015 €** à **0,017 €**.

5.3.5. Valorisation analogique par les Comparables Boursiers

À partir des multiples de VE/EBITDA médians 2024 et 2025 compris entre 4,1x et 4,4x, après application de la décote de taille (§ 4.6.3), la valeur analogique de l'Action par les Comparables Boursiers s'inscrit dans une fourchette de **0,003 €** à **0,006 €**.

En appliquant les multiples médians des années 2024 et 2025 actualisés aux agrégats prévisionnels de 2028 et 2029, la valeur de l'Action s'inscrit dans une fourchette de **0,010 €** à **0,012 €**.

5.3.6. Synthèse de la valorisation du Groupe post-Restructuration

Nous présentons, ci-après, l'impact de la Restructuration sur la valeur de l'Action :

Synthèse €/Action	Avant Restructuration			Après Restructuration		
	Valeur / Action (€)			Valeur / Action (€)		
	Min	Centrale	Max	Min	Centrale	Max
Approche intrinsèque						
DCF [risque d'exécution - 3%]	(0,914) €	(0,817) €	(0,708) €	0,015	0,016	0,017
DCF [risque d'exécution - 2%]	(0,791) €	(0,678) €	(0,549) €	0,017	0,018	0,020
Approche analogique						
Multiples boursiers						
VE / EBITDA [2024-2025]	(1,188) €		(0,823) €	0,003 €		0,006 €
VE / EBITDA [2028-2029]	(0,731) €		(0,652) €	0,010 €		0,012 €

5.4. Analyse de l'impact de l'Opération sur le patrimoine des Actionnaires existants

5.4.1. Démarche mise en œuvre

Pour apprécier l'incidence de l'Opération sur la situation des Actionnaires existants, nous avons simulé l'évolution de leur patrimoine avant et après la Restructuration dans les situations suivantes :

- le niveau de souscription des Actionnaires à l'Augmentation de Capital avec maintien du DPS
à savoir :
 - l'absence de souscription par les Actionnaires existants à l'Augmentation de Capital avec maintien du DPS ; ou
 - une souscription totale à cette augmentation de capital⁹³ ;
- avant et après l'exercice des BSA.

L'Augmentation de Capital avec maintien du DPS est la seule opération pour laquelle les Actionnaires existants ont la possibilité de souscrire, les autres opérations étant réservées à Ycor ou aux Obligataires.

À cet effet, nous avons comparé :

- la valeur du patrimoine des Actionnaires existants avant la Restructuration qui correspond à :
 - la valeur des Actions détenues par les Actionnaires existants sur la base :
 - du cours spot au 11 avril 2024 (§ 5.4.2.1) ; et
 - d'une valorisation intrinsèque (§ 5.4.2.2) ;
 - majorée du montant de la souscription des Actionnaires existants à l'Augmentation de Capital avec maintien du DPS ; et
- la valeur du patrimoine des Actionnaires existants après la Restructuration à partir :
 - du nombre d'Actions détenues par les Actionnaires existants post-Restructuration, qui dépend du niveau de souscription à l'Augmentation de Capital avec maintien du DPS ;
 - du TERP en fonction du cours spot au 11 avril 2024 (§ 5.4.2.1) et d'une valeur centrale de l'Action (§ 5.4.2.2) déterminée à partir de la valorisation intrinsèque fondée sur le Plan d'Affaires Ycor⁹⁴ (§ 5.3.4) ; et
 - du prix de cession théorique des DPS non exercés par les Actionnaires existants.

Nous avons déterminé la valeur théorique d'un DPS sur la base :

- du TERP post-Restructuration calculé à partir de la capitalisation boursière post-Restructuration résultant du cours spot au 11 avril 2024, avant et après l'exercice des BSA ;
- minoré du prix de souscription de l'Augmentation de Capital avec maintien du DPS.

Le prix théorique d'un DPS ne tient pas compte du volume de DPS que les Actionnaires souhaitent céder sur le marché et de l'impact de ce volume sur la valeur de marché du DPS.

⁹³ Ces hypothèses reviennent à considérer l'exercice d'aucun DPS par les Actionnaires existants ou l'exercice de la totalité de leurs DPS.

⁹⁴ Sur la base du scénario intégrant une prime de risque de 3%.

5.4.2. Analyse de l'évolution du patrimoine des Actionnaires existants

5.4.2.1. Par référence au cours spot au 11 avril 2024

L'évolution du patrimoine des Actionnaires existants, selon les différentes hypothèses considérées, se présente comme suit en considérant la référence boursière comme valeur de l'Action pré-Restructuration.

Évolution du patrimoine des Actionnaires existants

€		Absence de souscription par les Actionnaires existants		Souscription totale par les Actionnaires existants	
		Avant exercice des BSA	Après exercice des BSA	Avant exercice des BSA	Après exercice des BSA
1. Situation pré-Restructuration					
	Nombre d'Actions détenues par les Actionnaires existants	A	131 960 654	131 960 654	131 960 654
	Cours spot au 11 avril 2024	B	0,044	0,044	0,044
	Valeur du patrimoine des Actionnaires existants pré-Restructuration	C=AxB	5 766 681	5 766 681	5 766 681
2. Augmentation de Capital avec Maintien du DPS					
	% DPS exercés par les Actionnaires existants	D	-	-	100%
	Montant de l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS	E	18 012 629	18 012 629	18 012 629
	Prix de souscription	F	0,003	0,003	0,003
	Nombre d'Actions souscrites à l'augmentation de capital	G=E/FxD	-	-	6 004 209 757
	Montant de la souscription à l'augmentation de capital	H=DxE	-	-	18 012 629
	Valeur du patrimoine des Actionnaires existants pré-Restructuration ajustée de la souscription à l'augmentation de capital	I=C+H	5 766 681	5 766 681	23 779 310
	Nombre d'Actions détenues par les Actionnaires existants post augmentation de capital	J=A+G	131 960 654	131 960 654	6 136 170 411
3. Situation post-Restructuration					
	Nombre d'Actions post-Restructuration hors BSA	K	33 316 837 077	33 316 837 077	33 316 837 077
	Nombre de BSA exercé	L	-	2 586 881 487	-
	Nombre d'Actions post-Restructuration y.c. BSA	M=K+L	33 316 837 077	35 903 718 564	33 316 837 077
	Détention au capital des Actionnaires existants post-Restructuration (%)	J/M	0,40%	0,37%	18,42%
	Capitalisation boursière post-Restructuration (cours spot au 11 avril 2024)	N	279 381 001	279 381 001	279 381 001
	TERP post-Restructuration (en fonction du cours spot au 11 avril 2024)	O=N/M	0,0084	0,0078	0,0084
	Valeur du patrimoine des Actionnaires existants en fonction du TERP	P=JxO	1 106 567	1 026 838	51 455 348
	Valeur théorique du DPS (à l'issue de l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS)	Q	0,0009	0,0009	0,0009
	Prix de cession des DPS non exercés	R=Ax(1-D)xQ	115 501	115 501	-
	Valeur du patrimoine des Actionnaires existants base TERP post-Restructuration y.c. le prix de cession des DPS non exercés	S=P+R	1 222 068	1 142 339	51 455 348
	Évolution du patrimoine des Actionnaires existants	(S/I)-1	(78,8%)	(80,2%)	116,4%

5.4.2.2. Par référence à la valorisation intrinsèque

Les valeurs issues des méthodes intrinsèque et analogique présentent des valeurs négatives avant Restructuration (§ 4.7). Dans cette analyse, nous avons retenu une valeur du patrimoine des Actionnaires existants pré-Restructuration nulle dans le cas d'une souscription totale, seul scénario possible.

Évolution du patrimoine des Actionnaires existants

€		Absence de souscription par les Actionnaires existants		Souscription totale par les Actionnaires existants	
		Avant exercice des BSA	Après exercice des BSA	Avant exercice des BSA	Après exercice des BSA
1. Situation pré-Restructuration					
	Nombre d'Actions détenues par les Actionnaires existants	A	131 960 654	131 960 654	131 960 654
	Cours de bourse retenu pour une valeur nulle	B	-	-	-
	Valeur du patrimoine des Actionnaires existants pré-Restructuration	C=AxB	-	-	-
2. Augmentation de Capital avec Maintien du DPS					
	% DPS exercés par les Actionnaires existants	D	-	-	100%
	Montant de l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS	E	18 012 629	18 012 629	18 012 629
	Prix de souscription	F	0,003	0,003	0,003
	Nombre d'Actions souscrites à l'augmentation de capital	G=E/FxD	-	-	6 004 209 757
	Montant de la souscription à l'augmentation de capital	H=DxE	-	-	18 012 629
	Valeur du patrimoine des Actionnaires existants pré-Restructuration ajustée de la souscription à l'augmentation de capital	I=CxH	-	-	18 012 629
	Nombre d'Actions détenues par les Actionnaires existants post augmentation de capital	J=A+G	131 960 654	131 960 654	6 136 170 411
3. Situation post-Restructuration					
	Valeur des capitaux propres (DCF avec prime de risque =3% - Valeur centrale)	K	578 911 632	578 911 632	578 911 632
	Nombre d'Actions post-Restructuration hors BSA	L	33 316 837 077	33 316 837 077	33 316 837 077
	Nombre de BSA exercé	M	-	2 586 881 487	-
	Nombre d'Actions post-Restructuration y.c. BSA	N=L+M	33 316 837 077	35 903 718 564	33 316 837 077
	Valeur post-Restructuration (DCF avec prime de risque =3% - Valeur centrale)	O=K/N	0,017	0,016	0,017
	Valeur du patrimoine des Actionnaires existants post-Restructuration	P=JxO	2 292 941	2 127 734	106 621 779
	Détention au capital des Actionnaires existants post-Restructuration (%)	J/N	0,40%	0,37%	18,42%
	Valeur théorique du DPS (à l'issue de l'Augmentation de Capital avec Maintien du DPS)	Q	0,0009	0,0009	0,0009
	Prix de cession des DPS non exercés	R=Ax(1-D)xQ	115 501	115 501	-
	Valeur du patrimoine des Actionnaires existants post-Restructuration y.c. le prix de cession des DPS non exercés	S=P+R	2 408 443	2 243 235	106 621 779
	Évolution du patrimoine des Actionnaires existants	(S/I)-1	Positive	Positive	491,9%

5.4.2.3. Synthèse

À l'issue de notre analyse, nous concluons pour les Actionnaires existants que :

- le cours de bourse étant très faible, les résultats de nos analyses présentent de fortes amplitudes ;
- la souscription totale à l'Augmentation de Capital avec maintien du DPS permettrait d'accroître leur patrimoine ; toutefois, cette souscription augmenterait leur exposition aux risques de Solocal ;
- *a contrario*, l'absence de souscription à l'Augmentation de Capital avec maintien du DPS occasionnerait une baisse significative de leur patrimoine si la Restructuration et la stratégie envisagée par Ycor n'entraînent pas une hausse du cours de l'Action.

S'agissant de l'évolution du patrimoine des Obligataires Actionnaires et non-Actionnaires, nous nous sommes assurés de leur traitement identique dans le cadre de la Restructuration :

- dans l'Augmentation de Capital Réservee aux Obligataires et de la garantie accordée par certains Obligataires à l'Augmentation de Capital avec maintien du DPS, les Obligataires sont à la fois des Obligataires Actionnaires et des Obligataires non-Actionnaires ;
- les Obligataires, Actionnaires ou non-Actionnaires, ont été traités de la même manière dans le cadre de la Restructuration ; leur position d'Obligataire prévaut sur celle d'Actionnaire.

6. Conclusion


À l'issue de nos travaux de valorisation de l'Action et d'examen des conditions financières de la Restructuration, menés dans une perspective de continuité d'exploitation du Groupe dans sa configuration actuelle, nous retenons plus particulièrement les points suivants concernant les Actionnaires :

- La Restructuration, qui doit permettre l'investissement d'Ycor et la réduction de l'endettement global, est indispensable à la poursuite de l'exploitation du Groupe.
- Nos valorisations, qui se conçoivent dans une perspective de poursuite de l'exploitation et de redressement de la situation financière du Groupe, n'intègrent pas la gestion des besoins de trésorerie nécessaire à la réalisation du Plan d'Affaires de l'Opération et à la couverture des échéances de remboursement des dettes du Groupe.
- Les résultats, issus des méthodes d'évaluation intrinsèque et analogique, présentent des valeurs négatives et mécaniquement en net retrait par rapport aux références boursières actuelles de Solocal.
- Au regard de la fourchette de valeurs résultant de notre Évaluation Multicritère et de la subordination des Actionnaires, qui les place après les créanciers, les Actionnaires existants perdraient potentiellement la totalité de leur investissement en l'absence de Restructuration.
- Si l'on se réfère aux valorisations de Solocal, l'analyse du patrimoine des Actionnaires existants, avant et après la Restructuration, met en évidence que :
 - la souscription totale à l'Augmentation de Capital avec maintien du DPS permettrait à l'Actionnaire de ne pas perdre de patrimoine sur la base des valorisations de Solocal post-Restructuration ;
 - l'absence de souscription à l'Augmentation de Capital avec maintien du DPS occasionnerait une baisse significative de leur patrimoine si la Restructuration et la stratégie envisagée par Ycor n'entraînent pas une hausse du cours de l'Action.

En considérant la situation actuelle et la valeur intrinsèque du Groupe, nous sommes d'avis que l'Opération prise dans son ensemble est équitable pour les Actionnaires de Solocal.

Paris, le 4 juin 2024

LEDOUBLE SAS

DocuSigned by:

 6C9535A39C324EB...

Stéphanie GUILLAUMIN

Associée

DocuSigned by:

 65099843B4B945F...

Agnès PINIOT

Présidente - Associée

ANNEXES

➤ Lettre de mission	Annexe 1
➤ Programme de travail et rémunération de Ledouble	Annexe 2
➤ Principales étapes de l'expertise	Annexe 3
➤ Principaux interlocuteurs de Ledouble	Annexe 4
➤ Principales sources d'information exploitées	Annexe 5
➤ Composition de l'équipe Ledouble	Annexe 6
➤ Expertises financières réalisées par Ledouble	Annexe 7
➤ Présentation des Comparables Boursiers	Annexe 8
➤ Critères de sélection des Comparables Boursiers	Annexe 9
➤ Principes de la revue qualité	Annexe 10

ANNEXE 1 : LETTRE DE MISSION



LEDOUBLE
A l'attention de Mesdames Agnès Piniot
et Stéphanie Guillaumin
8 rue Halévy
75009 Paris

Boulogne-Billancourt, le 24 avril 2024

Mesdames,

La société Solocal Group (la « **Société** ») est la société holding du groupe Solocal (le « **Groupe** »). Le Groupe fournit des services de marketing et de publicité digitale, ainsi que des services transactionnels et de production de contenus digitaux qui favorisent la mise en relation entre les entreprises locales et les consommateurs en s'appuyant sur de la data permettant de cibler de façon pertinente les besoins des utilisateurs.

Le Groupe a connu un certain nombre de difficultés d'ordre financier depuis une dizaine d'années, qui ont fait l'objet de plusieurs procédures devant le Tribunal de commerce de Nanterre, au cours desquelles un plan de sauvegarde financière accélérée a été arrêté, puis modifié plusieurs fois, la dernière fois en date du 6 août 2020.

Dans le courant de l'année 2023, la Société a connu de nouvelles difficultés qui l'ont contrainte à engager des discussions avec ses créanciers financiers. Par ordonnance du 14 juin 2023, le Président du Tribunal de commerce de Nanterre a ouvert une procédure de mandat ad hoc au bénéfice de la Société et désigné la SELARL FHBX, prise en la personne de Maître Hélène Bourbouloux.

Sous l'égide du mandataire ad hoc, et en parallèle des discussions avec ses créanciers financiers, le Groupe a initié un processus d'adossement pour trouver un partenaire industriel et/ou un acquéreur.

À la suite de la réception de plusieurs offres, et de discussions avec ses créanciers financiers et la société Ycor SCA (« **Ycor** »), investisseur ayant manifesté son intérêt pour apporter de la *new money* à la Société, un accord engageant (*restructuring term sheet*) a été conclu le 12 avril 2024 entre la Société, les principaux prêteurs au titre du RCF, un groupe d'obligataires (représentant environ 84,1% du montant en principal des obligations et 100% du mini-bond) et Ycor.

La restructuration financière de la Société prévue par cet accord engageant (« la **Restructuration** ») se réaliserait par voie d'incorporation de créances au capital de la Société ainsi que par un apport de *new money* et un apport en nature de 100% des titres composant le

Solocal Group
Immeuble Citylights - Tours du Pont de Sévres
204, Rond-Point du Pont de Sévres,
92100 Boulogne-Billancourt
solocal.com
Solocal Group - SA à conseil d'administration au capital de 131 960 654 euros - RCS : 552 028 425 Nanterre

capital de la société Regicom Webformance SAS (« **Regicom** »), intégralement détenue par Ycor.

Dans ce cadre, le conseil d'administration de la Société a constitué un comité ad hoc, composé de trois administrateurs indépendants, avec pour mission de faire des recommandations sur le choix d'un expert indépendant et de suivre ses travaux. Celui-ci vous a recommandé au conseil d'administration de la Société qui vous a désigné le 23 avril 2024.

C'est dans ces conditions que nous vous faisons parvenir cette lettre de mission.

Objectifs et cadre réglementaire de votre mission

Votre mission consistera en la remise d'un rapport d'expertise indépendante, qui comprendra en conclusion une attestation d'équité sur les conditions financières de la Restructuration et répondant aux dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, des instructions d'application n°2006-07 et n°2006-08 relatives respectivement aux offres publiques d'acquisition et à l'expertise indépendante, ainsi que la recommandation AMF n°2006-15 relative à l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières (la « **Mission** »).

Cette expertise indépendante vise à apprécier les conditions financières de la Restructuration qui sera soumise à l'approbation de l'assemblée générale devant se tenir au mois de juin 2024 et à vous prononcer sur l'équité des conditions financières de celle-ci.

Plus précisément, votre intervention relève d'une désignation volontaire, conformément à l'article 261-3 du Règlement Général de l'AMF.

Calendrier envisagé de l'opération

Votre mission s'inscrira dans le calendrier suivant :

23 avril 2024	Début de la Mission
27 mai 2024	Remise de votre rapport (au plus tôt et en fonction de la date de l'Assemblée générale des actionnaires).

Nous avons compris de nos échanges que vous disposiez des ressources nécessaires pour accomplir cette mission dans les délais impartis, étant précisé que l'article 262-1 II du Règlement général de l'AMF prévoit qu'une fois désigné, l'expert doit disposer d'un délai suffisant pour élaborer son rapport en fonction de la complexité de l'opération et de la qualité de l'information mise à sa disposition et que ce délai ne peut être inférieur à vingt jours de négociation.

Ce délai minimum s'entend à compter de la réception de l'ensemble de la documentation nécessaire à l'élaboration de votre rapport. Le calendrier prévu est conforme à ce délai.

Diligences à effectuer

Les diligences qui seront mises en œuvre par Ledouble dans le cadre de la Mission comprendront notamment, conformément aux dispositions du règlement général de l'AMF susvisé et de son instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée des recommandations de l'AMF en date du 28 septembre 2006, modifiées les 19 octobre 2006, 27 juillet 2010 et 10 février 2020 :

- La prise de connaissance détaillée de l'opération de restructuration financière envisagée telle qu'elle sera présentée pour approbation à l'Assemblée générale, de ses modalités, de la séquence ayant conduit à cette restructuration et du contexte spécifique dans lequel elle se situe ;
- Des entretiens réguliers avec le management de la Société et le comité ad hoc ;
- La détermination et la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères de la Société avant et après la mise en œuvre de la Restructuration ;
- L'examen du positionnement des prix de souscription proposés dans le cadre des différentes augmentations de capital par rapport aux résultats des évaluations menées ;
- L'examen et la comparaison de la situation *pre* et *post* Restructuration des actionnaires actuels de la Société ;
- L'analyse des éventuels accords et opérations connexes susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix des augmentations de capital ;
- L'établissement d'un rapport dont la conclusion sera présentée sous forme d'une attestation d'équité ;
- La gestion des potentiels échanges que vous pourriez avoir avec les actionnaires minoritaires et l'AMF.

Conflit d'intérêts

Sur la base des informations portées à notre connaissance, nous comprenons que le cabinet Ledouble, ainsi que ses associés sont indépendants au sens des articles 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF et ne se trouvent notamment dans aucun des cas de conflit d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF 2006-08 relative à l'expertise indépendante.

Nous vous remercions, pour la bonne forme, de nous communiquer votre accord sur les termes de la présente par retour du double visé.

Veillez agréer, Mesdames, l'expression de nos salutations distinguées.

DocuSigned by:

8A101FBDF517492...

Cédric DUGARDIN

Directeur général

ANNEXE 2 : PROGRAMME DE TRAVAIL

- Travaux préliminaires et prise de connaissance
 - Revue de presse et recherches documentaires
 - Entretiens avec la Direction, les membres du Conseil d'Administration et Ycor.
 - Examen des informations publiques relatives au Groupe
 - Analyse de l'Opération et de son cadre juridique
 - Examen de l'évolution historique de la cotation des Actions, des Obligations et du Mini Bond ainsi que des notes publiées par les analystes en charge du suivi de l'Action
 - Étude de marché et du positionnement de Solocal
 - Analyse des performances historiques du Groupe et des événements marquants au cours des derniers exercices

- Travaux de valorisation
 - Requêtes documentaires et exploitation des réponses
 - Revue détaillée des résultats historiques, de la structure financière et des événements marquants du Groupe au cours des derniers exercices
 - Étude de la structure financière du Groupe
 - Exploitation des informations sectorielles et financières issues de nos bases de données
 - Analyse conjointe du cours de bourse de l'Action et des titres des Comparables Boursiers
 - Examen du Plan d'Affaires Septembre 2023, du Plan d'Affaires de l'Opération et du Plan d'Affaires Ycor
 - Constitution d'un panel de Comparables Boursiers
 - Recherche de Transactions Comparables
 - Évaluation Multicritère et analyses de sensibilité sur les paramètres d'évaluation pré-Restructuration et post-Restructuration
 - Analyse des conditions financières de la Restructuration

- Restitution des travaux et administration
 - Rédaction de la lettre de Mission
 - Réunions et contacts avec nos interlocuteurs
 - Rédaction du Rapport
 - Administration et supervision de la Mission

- Rémunération

Le montant total des honoraires de Ledouble, qui s'établit à 110.000 € hors taxes et débours, en fonction du temps consacré à la Mission, correspond à une enveloppe d'environ 450 heures.

ANNEXE 3 : PRINCIPALES ÉTAPES DE L'EXPERTISE

> Avril 2024

- Réponse à l'appel d'offre en vue de la désignation d'un expert indépendant
- Désignation de l'Expert Indépendant par le Conseil d'Administration
- Lettres de mission de la Société et de Ledouble
- Réunions avec la Direction et les Conseils
- Réunion avec le Comité ad hoc
- Prise de connaissance des informations publiques relatives à la Société
- Examen du corpus juridique de l'Opération
- Étude de marché et analyse des performances historiques du Groupe
- Examen des données budgétaires 2023, du Plan d'Affaires Septembre 2023 et du Plan d'Affaires de l'Opération
- Sessions Q&A avec la Direction sur les comptes historiques, le Plan d'Affaires Septembre 2023 et le Plan d'Affaires de l'Opération
- Requêtes documentaires
- Élaboration du projet de Rapport

> Mai 2024

- Contacts avec la Direction, Ycor et les Conseils
- Réunion avec le Comité ad hoc
- Contact avec l'AMF
- Revue des procès-verbaux des Conseils d'Administration et des Assemblées Générales
- Analyse boursière de l'Action, des Obligations et du Mini Bond
- Exploitation des notes d'analystes en charge du suivi du titre Solocal
- Constitution d'un panel de Comparables Boursiers
- Recherche de Transactions Comparables
- Évaluation Multicritère
- Analyse des conditions financières de l'Opération
- Analyse du Plan d'Affaires Ycor
- Revue qualité
- Finalisation du Rapport et présentation du Projet de Rapport au Conseil d'Administration⁹⁵

> Juin 2024

- Contacts avec la Direction et les Conseils
- Contact avec l'AMF
- Finalisation du Rapport

⁹⁵ 31 mai 2024.

ANNEXE 4 : PRINCIPAUX INTERLOCUTEURS DE LEDOUBLE

> Solocal

- Olivier REGNARD Directeur Financier
- Jérôme FRIBOULET Directeur Financements,
Trésorerie et Relations Investisseurs
- Jérôme FIEVET Directeur du contrôle de gestion et du pilotage
- Étienne de la BOULAYE Directeur Juridique

> Comité Ad-hoc

- Philippe MELLIER Président du Comité Ad Hoc
- Delphine GRISON Membre du Comité Ad Hoc
- Ghislaine MATTLINGER Membre du Comité Ad Hoc

> Ycor

- Charles RIOU Associé Fondateur

> Conseils financiers

Conseil financier de la Société - Rothschild

- Jessica KAULANJAN Vice-Président Dettes et Restructuration
- Alexandre CHERBLAND Analyste M&A

Conseil financier d'Ycor - Ondra

- Florent GUINTRANDY Managing Director M&A
- Florian FREISS Analyste M&A

> Conseil juridique de la Société

Gibson Dunn

- Bertrand DELAUNAY Avocat Associé
- Frédéric CHEVALIER Associate

> Mandataire ad Hoc

FHB

- Oriane BILLANT Chargée de mission

ANNEXE 5 : PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATION EXPLOITÉES

> Documentation relative à l'Opération

Informations juridiques

- Procès-verbal du Conseil d'Administration concernant la nomination de l'Expert Indépendant (23 avril 2024)
- Procès-verbal du Conseil d'Administration approuvant le Plan d'Affaires de l'Opération (3 mai 2024)
- Projet de Note d'Opération relative aux augmentations de capital réservées et à l'émission des BSA (dernière version au 3 juin 2024)
- Projets du document d'exemption à l'obligation de publier un prospectus établi pour l'apport en nature des actions Regicom à Solocal (dernière version au 3 juin 2024)
- Proposition de modification du plan de sauvegarde financière accélérée (11 avril 2024)
- Protocole de Conciliation 2024 (6 mai 2024)
- Rapports du commissaire aux apports sur l'apport des actions Regicom à Solocal (30 mai 2024)

Informations financières

- Rapport du Boston Consulting Group établi à la demande des créanciers financiers (septembre 2023)
- Rapport d'évaluation de la Société (mars 2024)
- Travaux réalisés par le conseil financier de la Société
- Document de présentation des modalités de l'Opération de restructuration à l'AMF (avril 2024)

> Documentation relative à Solocal

Informations juridiques

- Extrait Kbis (mars 2024) et statuts (octobre 2022)
- Organigramme du Groupe
- Répartition du capital et des droits de vote (30 avril 2024)
- Synthèse des procès-verbaux du Conseil d'Administration (2022 à 2024)
- Procès-verbaux de l'Assemblée Générale (2022 à 2024)
- Rapport des commissaires aux comptes au Comité d'audit au titre de l'exercice 2023

Informations comptables

- Rapports financiers consolidés annuels (2019 à 2023)
- Budgets annuels consolidés (2021 à 2023)
- Détail des déficits reportables (2023)
- Détail des principaux contrats de financement

ANNEXE 5 : PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATION EXPLOITÉES (suite)

> Documentation relative à Solocal (suite)

Informations financières

- Détail des derniers tests d'impairment réalisés dans le cadre de l'établissement des comptes consolidés (2023)
- Budget 2024
- Plan d'Affaires Septembre 2023 et Plan d'Affaires de l'Opération établis par la Société
- Plan d'Affaires Ycor

Informations boursières

- Dernières notes des analystes financiers suivant le cours de l'Action

> Documentation économique et sectorielle

- Baromètre unifié du marché publicitaire, « Bilan annuel & prévisions 2024 », mars 2023
- Baromètre unifié du marché publicitaire, « Bilan 1^{er} Trimestre 2024 & prévisions annuelles », mai 2024
- Adobe, « Les principales tendances du marketing digital en 2023 ».
- Xerfi Global, « L'industrie mondiale de la publicité », juin 2022
- Xerfi, « Les régies publicitaires », Mai 2023
- Xerfi, « Les agences de publicité et de communication », décembre 2023

> Sites d'information

Société

- Solocal, <https://www.solocal.com/>

Comparables Boursiers

- Criteo, <https://www.criteo.com/fr/>
- Eniro Group, <https://www.enirogroup.com/>
- Thryv, <https://www.thryv.com/>
- YellowPages, <https://www.corporate.yp.ca/>
- Yelp, <https://www.yelp.fr/paris>
- Yext, <https://www.yext.com/fr/index.html>

Autres sites d'informations

- AMF, <http://www.amf-france.org/>
- Banque de France, <https://www.banque-france.fr/>

> Bases de données

- Bloomberg
- S&P Capital IQ
- Mergermarket

ANNEXE 6 : 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'analyse financière indépendante effectuées dans ce domaine sur la période la plus récente (2022 à 2024) figurent en **Annexe 7**.

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/>

> Agnès PINIOT, Associée, Présidente de Ledouble

- Expert-comptable et commissaire aux comptes
- Expert près la Cour d'Appel de Paris
- MSTCF, Université Paris IX – Dauphine
- Présidente d'honneur de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI)
- Membre de la Société Française des Évaluateurs (SFEV)
- Membre du Bureau de la Compagnie Nationale des Experts-Comptables de Justice, section Paris-Versailles (CNECJ)
- Membre de la Compagnie Nationale des Experts de Justice en Finance (CNEJEF)
- Membre de la Commission « Évaluation, Commissariat aux apports et à la fusion » de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes (CNCC)

> 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 et de la SFEV

> Jonathan NILLY, Directeur

- EM Lyon Business School – Mastère Spécialisé en Ingénierie Financière
- École Nationale Supérieure des Mines de Douai – Grade de Master en Ingénierie
- Diplôme Supérieur de Comptabilité et de Gestion
- Membre de la SFEV

> Erwan BOBIN, Responsable de mission

- NEOMA Business School – Master en Finance d'Entreprise

> Clara HEULS, Analyste

- EDHEC Business School Grande école (Finance et Conseil en stratégie)

ANNEXE 6 : COMPOSITION DE L'ÉQUIPE LEDOUBLE (suite)

➤ Olivier CRETTE, Associé, Revue indépendante

- Expert-comptable et commissaire aux comptes
- Expert près la Cour d'Appel de Paris
- EM Lyon, docteur en sciences de gestion
- Membre de l'APEI et de la SFEV
- Membre de la CNECJ et de la CNEJEF
- Vice-président du Comité des Normes Professionnelles de la CNCC
- Professeur associé au conservatoire National des Arts et Métiers (CNAM)

ANNEXE 7 : LISTE DES EXPERTISES FINANCIÈRES RÉALISÉES DEPUIS 2022


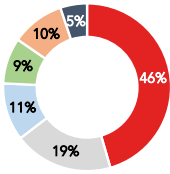
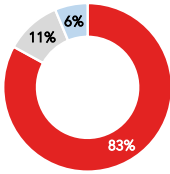

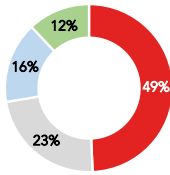
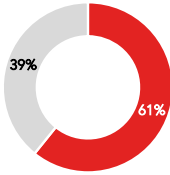

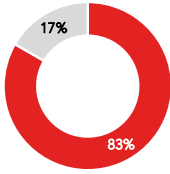
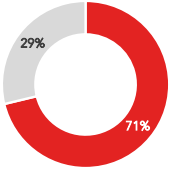

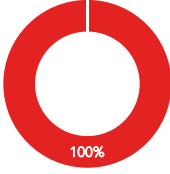
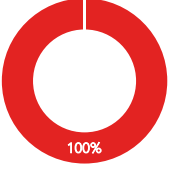

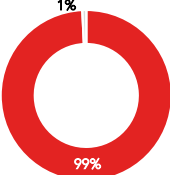
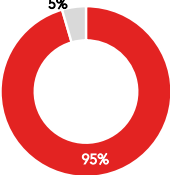

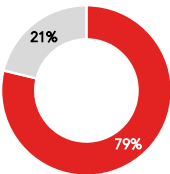
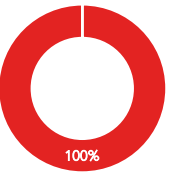
Expertises indépendantes

Année	Société	Etablissement(s) présentateur(s)
2024	Believe	Goldman Sachs, BNP Paribas
2024	Accor	*
2024	FIEBM	Oddo BHF
2023	Ober	Banque Delubac & Cie
2023	Colas	Portzamparc
2023	Kaufman & Broad	*
2023	FIEBM	Oddo BHF
2023	Technicolor Creative Studios	*
2023	UFF	Natixis
2022	Altur Investissement	Oddo BHF
2022	Linedata	Degroof Petercam
2022	Robertet	Lazard Frères Banque, Portzamparc - Groupe BNP Paribas
2022	Albioma	Société Générale
2022	CNP Assurances	Carclays Bank, Morgan Stanley, Natixis, BNP Paribas

* : Rachat d'actions / Restructuration financière / Augmentation de capital réservée







ANNEXE 8 : PRÉSENTATION DES COMPARABLES BOURSIERS

Description des Comparables Boursiers

Société	Pays	Description	Cap. Boursière (3 mois M€)	CA 2023 (M€)	% EBITDA 2023	Chiffre d'affaires par région	Chiffre d'affaires par activité
Criteo		Nationalité : France Création : 2005 Effectifs : 3.563	1 799	1 764	14,1%	 <ul style="list-style-type: none"> Amériques Reste de l'Europe Japon Reste de l'Asie Allemagne France 	 <ul style="list-style-type: none"> Marketing Médias Publicité digitale
Eniro Group		Nationalité : Suède Création : 2000 Effectifs : 900	37	86	9,4%	 <ul style="list-style-type: none"> Suède Finlande Danemark Norvège 	 <ul style="list-style-type: none"> Marketing Service de relation client
Thryv Holdings		Nationalité : États-Unis Création : 2012 Effectifs : 3.019	732	830	(11,1%)	 <ul style="list-style-type: none"> États-Unis Reste du monde 	 <ul style="list-style-type: none"> Marketing Solution SaaS
Yellow Pages		Nationalité : Canada Création : 1908 Effectifs : 613	92	164	27,8%	 <ul style="list-style-type: none"> Canada 	 <ul style="list-style-type: none"> Référencement
Yelp		Nationalité : États-Unis Création : 2004 Effectifs : 4.713	2 525	1 210	11,8%	 <ul style="list-style-type: none"> États-Unis Reste du monde 	 <ul style="list-style-type: none"> Publicité Autres
Yext		Nationalité : États-Unis Création : 2006 Effectifs : 1.100	674	373	6,3%	 <ul style="list-style-type: none"> Amérique du Nord Reste du monde 	 <ul style="list-style-type: none"> Plateforme Yext

ANNEXE 9 : CRITÈRES DE SÉLECTION DES COMPARABLES BOURSIERS

Matrice de sélection des Comparables Boursiers

Société	Pays	Activités	Implantation géographique	Taille	Cible clients
Criteo		✓	✓	✗	✓
Eniro Group		✓	✓	✓	✓
Thryv Holdings		✓	✗	✗	✓
Yellow Pages		✓	✗	✓	✓
Yelp		✓	✗	✗	✓
Yext		✓	✗	✗	✓

ANNEXE 10 : PRINCIPES DE LA REVUE QUALITÉ

L'article 3 II.12 de l'instruction AMF n°[2006-08](#) prévoit que le rapport d'expertise comporte « *une description de la mission, du rôle et des diligences effectuées par la personne en charge de la revue qualité du rapport d'expertise, ainsi que la description des garanties d'indépendance dont celle-ci bénéficie* ».

En l'espèce, le contrôleur qualité :

- n'a pas pris part directement à la réalisation de la Mission et est intervenu en totale indépendance à l'égard des deux signataires du Rapport, ainsi que des autres membres de l'équipe Ledouble ;
- a été consulté lors de l'acceptation de la Mission sur l'indépendance de Ledouble et sa propre indépendance ;
- est intervenu pour :
 - valider la structure du Rapport et en tester la cohérence avec le champ de la Mission tel que défini dans la lettre de mission de la Société en **Annexe 1** ;
 - procéder à l'examen des points de saisine de Ledouble ;
 - s'assurer, dans le contexte spécifique de la Mission, de la prise en compte des dispositions réglementaires et des recommandations de l'AMF ;
 - s'informer de la nature de la documentation exploitée au cours de la Mission ;
 - vérifier le respect des procédures internes à Ledouble applicables en matière d'expertise indépendante ;
 - questionner les signataires du Rapport sur les hypothèses et paramètres structurant l'Évaluation Multicritère et l'analyse des conditions financières de la Restructuration, ainsi que la synthèse des échanges avec nos interlocuteurs ;
 - examiner le contenu des fichiers de synthèse sous-tendant l'Évaluation Multicritère et l'analyse des conditions financières de la Restructuration ;
 - suivre la rédaction du Rapport sur le plan formel en relation avec les signataires, par la formalisation de « questions-réponses » ;
 - vérifier *in fine* la cohérence entre le contenu du Rapport et sa conclusion.