



FINEXSI
EXPERT & CONSEIL FINANCIER

Solocal
GROUP

Rapport de l'expert indépendant

Projet d'augmentation de capital réservée
aux créanciers

5 octobre 2016

Sommaire

1. Présentation de l'opération	4
1.1 Contexte de l'opération et présentation de la mission de FINEXSI	4
1.1.1. Contexte de l'opération	4
1.1.2. Mission du cabinet Finexsi Expert & Conseil Financier	6
1.1.3. Diligences effectuées	6
1.2 Présentation de SOLOCAL GROUP SA	7
1.2.1. Historique du Groupe	8
1.2.2. Présentation des activités du Groupe	9
1.2.3. Présentation synthétique des données financières	11
1.3 Présentation du marché publicitaire	13
1.4 Matrice SWOT	14
2. Analyse du processus ayant conduit au projet d'Opération	15
2.1 Historique des difficultés du Groupe	15
2.1.1. Analyse des comptes historiques	15
2.1.2. Analyse de l'endettement de SoLocal	18
2.1.3. Situation financière du Groupe à fin juin 2016	21
2.1.4. Evolution de la performance boursière de SoLocal	22
2.2 Présentation des motifs et des termes de l'Opération	23
2.2.1. Motifs de l'Opération	23
2.2.2. Principales conditions à la réalisation de l'Opération	25
2.2.3. Description de l'Opération	25
3. Situation actuelle du groupe SoLOCAL et de ses perspectives en l'absence de restructuration	28
3.1. Business plan du Groupe sans restructuration	28
3.2. Offres reçues dans le cadre de la recherche d'investisseurs	30
3.3. Bris du covenant de levier financier	31
4. Approche d'évaluation de SoLOCAL après restructuration	31
4.1. Données de base pour l'évaluation de SOLOCAL	31
4.1.1. Structure du capital et nombre d'actions	31
4.1.2. Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres post restructuration	31
4.2. Cours de bourse et objectifs de cours des analystes	32
4.2.1. Analyse du cours de bourse	32



4.2.2.	Analyse des cours cibles des analystes financiers	36
4.3.	Méthodes d'évaluation écartées	37
4.3.1.	Actif net comptable consolidé.....	37
4.3.2.	La valeur de rendement (capitalisation du dividende)	38
4.4.	Méthodes d'évaluation retenues.....	38
4.4.1.	Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie.....	38
4.4.2.	Méthode des comparables boursiers	38
4.4.3.	Transactions comparables	39
4.5.	Mise en œuvre de la valorisation de la société SOLOCAL	39
4.5.1.	Méthodes d'évaluation retenues à titre principal.....	39
4.5.2.	Méthodes d'évaluation retenues à titre illustratif.....	42
4.6.	Synthèse des éléments d'appréciation de la valeur du Groupe post restructuration	44
5.	Analyse financière de l'Opération	45
5.1.	Analyse de la structure financière post Opération	45
5.1.1.	Incidence de l'Opération sur la dette brute	45
5.1.2.	Incidence de l'Opération sur les fonds propres.....	47
5.2.	Incidence de l'Opération sur la situation de l'actionnaire en termes de dilution	48
5.3.	Incidence de l'Opération sur la situation de l'actionnaire en termes de création de valeur.....	49
5.4.	Appréciation de l'équité de l'Opération	54
5.4.1.	Rappel de la mission de l'expert indépendant	54
5.4.2.	Augmentation de capital avec DPS.....	54
5.4.3.	Emission des MCB	55
5.4.4.	Augmentation de capital réservée aux créanciers.....	55
6.	Conclusion	57
Annexes.....	58
Annexe 1 :	Présentation du cabinet FINEXSI et détails de son intervention.....	58
Annexe 2 :	Présentation des comparables boursiers retenus	62
Annexe 3 :	Présentation des transactions comparables analysés.....	63
Annexe 4 :	Volatilité utilisée pour la valorisation des BSA créanciers	64
Annexe 5 :	Calcul du TERP selon chacun des scénarios de souscription.....	65
Annexe 6 :	Présentation graphique du prix de souscription aux émissions réservées, en fonction du niveau de souscription en numéraire à l'augmentation de capital avec DPS	66



1. Présentation de l'opération

1.1 Contexte de l'opération et présentation de la mission de FINEXSI

1.1.1. Contexte de l'opération

Le groupe SOLOCAL (ci-après « SOLOCAL » ou « le Groupe ») pâtit depuis plusieurs années d'un fort endettement qui trouve son origine dans l'acquisition par effet de levier de la société PAGES JAUNES auprès du groupe FRANCE TELECOM intervenue en 2006. A cette date, le groupe SOLOCAL a contracté un emprunt bancaire senior moyen terme de 1.950 M€. Le niveau d'endettement, de 1.164 M€ au 30 juin 2016, reste extrêmement élevé et les contraintes opérationnelles liées aux covenants bancaires pèsent sur le développement et la pérennité du Groupe, qui doit par ailleurs continuer à un rythme soutenu sa transformation et mutation digitale.

Un Plan de Sauvegarde Financière Accélérée a été homologué par le Tribunal du Commerce de Nanterre le 9 mai 2014. Il a permis notamment une extension de la date de maturité de la dette bancaire de septembre 2015 à mars 2018, avec une faculté d'extension supplémentaire (sous certaines conditions¹) à mars 2020.

Dans ce contexte, une augmentation de capital de 440 M€ a été réalisée en juin 2014 ; les fonds levés ont été utilisés pour effectuer au pair le remboursement partiel anticipé de la dette bancaire à concurrence de 440 M€, ramenant la dette financière nette du Groupe à environ 1.136 M€ à fin 2014.

Les performances opérationnelles² de PAGES JAUNES se sont depuis dégradées et la perturbation du marché obligataire à l'été 2015 du fait du passage à des taux négatifs n'a pas permis d'allonger la maturité de la dette obligataire du Groupe de 2018 à 2020 tel que cela était prévu initialement dans le plan de 2014.

SOLOCAL s'est alors tourné à compter d'octobre 2015 vers des solutions alternatives de refinancement de sa dette, dont l'entrée au capital d'investisseurs extérieurs. Sur les 40 investisseurs stratégiques et financiers sollicités, trois ont formulé des marques d'intérêt mais aucune offre ferme n'a été obtenue.

Le service de la dette du groupe SOLOCAL continue donc de grever ses capacités d'investissement et le Groupe demeure pénalisé par le niveau de sa dette dont l'échéance unique est en 2018³.

SOLOCAL a alors sollicité en juin 2016 la désignation d'un mandataire *ad hoc* pour l'assister dans une nouvelle procédure de restructuration de sa dette. Maître Frédéric Abitbol a été désigné par le Tribunal de Commerce de Nanterre, remplacé en juillet 2016 par Maître Hélène Bourbouloux.

Sous l'égide de Maître Hélène Bourbouloux, le groupe SOLOCAL a présenté le 1^{er} août 2016⁴ un projet de restructuration financière qui a été modifié le 28 septembre 2016⁵. Ce projet sera

¹ A condition notamment que les obligations soient refinancées à plus de 90% d'ici mars 2018.

² Par référence aux taux de marge d'EBIT et d'EBITDA

³ Dette à remboursement *in fine* en mars et juin 2018, sauf bris de covenants déclenchant l'exigibilité intégrale et immédiate de la dette.

⁴ Communiqué de presse de SOLOCAL du 1^{er} août 2016, complété par un communiqué du 3 août 2016

⁵ Communiqué de presse de SOLOCAL du 28 septembre 2016



soumis à l'approbation des créanciers lors d'un comité prévu le 12 octobre 2016 et des actionnaires qui seront réunis en Assemblée Générale le 19 octobre 2016, une majorité des deux tiers étant requise pour chacun des deux groupes. Ce projet vise à réduire la dette financière nominale d'environ deux tiers (de 1.164 M€ à 400 M€) et à renforcer les fonds propres du Groupe, via :

- une augmentation du capital avec maintien du droit préférentiel de souscription (DPS) des actionnaires d'un montant de 400 M€ au prix de souscription de 1 € par action, affectée au remboursement de la dette. En l'absence de garantie de placement par un établissement financier, les créanciers viendraient en garantie de cette augmentation en convertissant en capital un montant nominal maximum de 400 M€ de créances au prix de 1 € par action ;
- l'attribution aux actionnaires d'1 action gratuite pour 1 action détenue avant le règlement livraison de l'augmentation de capital avec DPS ;
- si l'augmentation de capital avec maintien du DPS était souscrite en numéraire à moins de 75% : une émission réservée aux créanciers d'obligations à option de conversion et remboursables en actions (les MCB), sans intérêt, avec un prix de souscription au pair, une maturité de 5 ans et un remboursement sur la base d'une valeur unitaire de l'action de 2 € ;
- une compensation de créances conduisant à une augmentation de capital réservée à l'ensemble des créanciers ; le montant (entre 164 M€ et 384 M€) et le prix de souscription (entre 2,14 € et 4,73 €) de cette augmentation de capital réservée variant en fonction du niveau de souscription en numéraire de l'augmentation de capital avec maintien du DPS ;
- l'attribution aux créanciers de bons de souscription d'actions (BSA) à un prix d'exercice de 2 € par action, avec une maturité de 5 ans.

Le principal changement par rapport au plan de restructuration financière annoncé le 1^{er} août 2016 consiste à remplacer l'attribution de BSA aux actionnaires (1 BSA par action, donnant droit chacun à 1 action, au prix d'exercice de 1,5 € et avec une maturité de 2 ans), initialement prévue, par l'attribution d'actions gratuites aux actionnaires (1 action gratuite pour 1 action ancienne), ce qui leur est plus favorable.

Les principales modalités du plan annoncé le 1^{er} août 2016 avaient fait l'objet d'un accord de principe de créanciers représentant plus de 50% de la dette brute de la société⁶ mais aucun accord n'avait cependant été obtenu sur les nouveaux termes du projet de plan annoncé le 28 septembre 2016⁷. Un accord a finalement été obtenu, et les principaux créanciers représentant environ 43% de l'encours de dette de la Société se sont engagés à voter favorablement lors de la consultation des créanciers prévue le 12 octobre 2016⁸

Les principaux actionnaires de SOLOCAL SA, représentant environ 15% du capital, avaient indiqué apporter leur soutien au plan annoncé le 1^{er} août 2016 et leur intention d'y participer. A ce jour, ces actionnaires n'ont pas confirmé leur soutien sur la base des termes finaux du projet de restructuration.

⁶ Communiqué de presse de SOLOCAL du 1^{er} août 2016

⁷ Communiqués de presse de SOLOCAL du 28 septembre 2016

⁸ Communiqué de presse de SOLOCAL du 5 octobre 2016



1.1.2. Mission du cabinet Finexsi Expert & Conseil Financier

La désignation du cabinet FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER (ci-après FINEXSI) par le Conseil d'Administration de la société SOLOCAL GROUP SA le 30 août 2016 a été motivée par le souhait d'assurer une information aussi complète que possible des actionnaires de la société..

Notre mission porte sur les augmentations de capital réservées visées par l'opération (soit l'augmentation de capital réservée aux créanciers, l'émission de MCB et l'attribution de BSA aux créanciers), et consiste à en apprécier le caractère équitable pour l'actionnaire dans le contexte de la réduction de l'endettement et du renforcement des fonds propres du groupe SOLOCAL (« l'Opération ») telle que décrite ci-après.

Le présent rapport, qui sera intégré dans la note d'opération qui décrira les modalités de l'Opération⁹, a été établi conformément à l'article 262-1 al 1 du Règlement Général de l'AMF 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 le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010. Nos diligences sont détaillées ci-après.

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents et informations qui nous ont été transmis par SOLOCAL et son conseil financier ROTHSCHILD & CIE. Ces documents ont été considérés comme exacts et exhaustifs et n'ont pas fait l'objet de vérification particulière. Nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous avons seulement vérifié la vraisemblance et la cohérence. Cette mission n'a pas consisté à procéder à un audit des états financiers, des contrats, des litiges et de tout autre document qui nous ont été communiqués.

Le cabinet FINEXSI, ainsi que ses associés,

- sont indépendants au sens des articles 261-1 et suivants du Règlement Général de l'AMF et sont en mesure à ce titre d'établir la déclaration d'indépendance prévue par l'article 261-4 dudit Règlement Général, et ne se trouvent notamment dans aucun des cas de conflit d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF 2006-08 ;
- disposent de façon pérenne des moyens humains et matériels nécessaires à l'accomplissement de leur mission, ainsi que d'une assurance ou d'une surface financière suffisante en rapport avec les risques éventuels liés à cette mission.

Le cabinet FINEXSI atteste de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par l'Opération et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement dans le cadre de la présente mission.

1.1.3. Diligences effectuées

Nos diligences ont principalement consisté à :

- Appréhender le contexte de l'Opération (prise de connaissance générale du Groupe, prise de connaissance des difficultés historiques du groupe, analyse et compréhension du projet d'augmentations de capital) ;

⁹ Le présent rapport a été établi sur la base du projet de note d'opération intitulé « *Projet W&C – 29 septembre 2016* » et du projet de restructuration financière communiqué par la Société les 1^{er} août, 3 août, 28 septembre et 5 octobre 2016



- Prendre connaissance des supports de présentation de l'Opération et de la documentation juridique s'y rapportant, notamment le projet de note d'opération ;
- Analyser l'activité du groupe SOLOCAL, son évolution et ses perspectives de développement dans le contexte, avec le management du Groupe ;
- Examiner les dernières notes émises par les analystes qui suivent la valeur SOLOCAL, ainsi que le consensus de marché en résultant ;
- Mettre en œuvre une approche multicritères de valorisation des actions de la société SOLOCAL GROUP SA ;
- Analyser les éléments d'appréciation du prix des augmentations de capital réservées.

Dans le cadre de notre mission, nous avons pris connaissance d'un ensemble d'informations comptables et financières (états financiers, communiqués, etc.) publiées par SOLOCAL GROUP SA au titre des derniers exercices clos.

Nous avons effectué des diligences sur la documentation juridique mise à disposition, dans la stricte limite et à la seule fin de collecter les informations utiles à notre mission.

Nous nous sommes entretenus à de nombreuses reprises avec la direction financière de la Société et ses conseils, tant pour appréhender le contexte de l'Opération que pour comprendre les perspectives d'activité et les prévisions financières qui en découlent.

Nous avons procédé à l'appréciation des hypothèses économiques sur lesquelles se fondent les données prévisionnelles du Business Plan 2016-2018 du groupe SOLOCAL, sur la base notamment des rapports de cabinets de conseil réalisés en avril et mai 2016 portant respectivement sur l'examen du plan stratégique de la société et la revue de son plan d'affaires.

Concernant les méthodes d'évaluation analogiques (transactionnelles et boursières), nous avons étudié les informations publiques disponibles sur les sociétés et les transactions comparables à partir de nos bases de données financières.

Notre rapport n'a pas pour objet de donner une recommandation implicite ou explicite de participation aux différentes composantes de l'Opération auxquelles les actionnaires peuvent participer, mais de leur apporter une information et une opinion sur les modalités et incidences pour eux de cette Opération.

Notre rapport repose sur le projet de note d'opération intitulé « Projet W&C – 29 septembre 2016 » et sur le projet de restructuration financière présentée par la Société les 1^{er} août, 3 août, 28 septembre et 5 octobre 2016. Ce plan sera soumis au vote du comité des créanciers de la Société qui se réunira le 12 octobre 2016 ainsi qu'à l'assemblée générale des actionnaires convoquée le 19 octobre 2016.

1.2 Présentation de SOLOCAL GROUP SA

SOLOCAL GROUP SA (la « Société » ou « SOLOCAL SA ») est une société anonyme à Conseil d'Administration au capital de 233.259.384 €, dont le siège social est situé au 204 Rond-Point du Pont de Sèvres à Boulogne-Billancourt (92649), immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre, sous le numéro 552 028 425, et dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment B d'Euronext Paris.



La répartition du capital au 31 décembre 2015 se résume comme suit :

Actionnaires	Nombre d'actions	en %	Droits de vote	en %
Edmond de Rothschild Asset Management	2 350 354	6,0%	2 350 354	6,1%
DNCA Investments	1 960 333	5,0%	1 960 333	5,1%
Salariés de Solocal Group ⁽¹⁾	225 964	0,6%	225 964	0,6%
Public	34 253 125	88,1%	34 259 374	88,3%
Capital auto détenu ⁽²⁾	86 788	0,2%	-	0,0%
Total	38 876 564	100,0%	38 796 025	100,0%

⁽¹⁾ Dans le cadre du Plan d'Epargne Groupe (PEG) de Solocal Group

⁽²⁾ 82 850 actions d'autocontrôle sont détenues dans le cadre d'un contrat de liquidité mis en œuvre le 2 décembre 2012

Source: Document de référence 2015

Il n'existe pas d'actionnaire de référence. Au 8 août 2016, les 10 premiers actionnaires représentaient 23% du capital et aucun des autres actionnaires ne détenait plus de 1% :

Détail Public	% Nombre d'actions
Edmond de Rothschild Asset Management	6,0%
DNCA Investments	5,0%
Société Générale Suisse Private Banking	2,4%
Aleph Holding	2,2%
BJ Invest	2,0%
AQR Capital Management, LLC	1,2%
SG Securities SA	1,1%
Banque Cantonale Vaudoise	1,1%
Credit Suisse Securities (Europe) Limited	1,0%
Trusteam Finance	0,9%
Sous-total 10 premiers actionnaires	23,0%

Source: Société, Nasdaq (au 8 août 2016)

Au 27 septembre 2016¹⁰, BJ Invest détient 4,5% du capital, et Aleph Holding détenait moins de 1% du capital.

SOLOCAL GROUP SA est la société de tête du groupe SOLOCAL, dont la principale filiale est PAGESJAUNES.

SOLOCAL propose des contenus digitaux, des solutions publicitaires et des services transactionnels qui favorisent la mise en relation locale entre les professionnels et les consommateurs.

1.2.1. Historique du Groupe

La société PAGESJAUNES a été créée en 2000, lors de la fusion de l'Office d'Annonces (ODA) et du SNAT (Service National des Annuaire Téléphoniques).

¹⁰ Communiqué de presse de SOLOCAL du 28 septembre 2016





Dans le cadre de l'offre publique initiée par France Télécom sur Wanadoo en février 2004, il a été décidé de regrouper la division annuaire de Wanadoo (notamment QDQ Media et Mappy). L'ensemble a été ensuite introduit en Bourse sur l'Eurolist d'Euronext Paris le 8 juillet 2004.

En 2005, PAGESJAUNES GROUPE est créé, afin de regrouper les activités d'édition d'annuaires en France et à l'international, ainsi que les autres activités de l'entreprise.

En octobre 2006, France Télécom vend sa participation majoritaire dans le groupe PAGESJAUNES au fonds d'investissement KKR et à la banque Goldman Sachs.

Les années 2009/2011 marquent l'accélération du développement du Groupe dans le secteur numérique (Internet, fixe et mobile) avec notamment le lancement d'une nouvelle offre de création et d'hébergement de sites Web pour les PME (Pack visibilité Internet) puis l'acquisition de plusieurs portails Internet (notamment AVendreALouer).

En 2013, la société tête de groupe est rebaptisée « SOLOCAL GROUP ».

Face à l'érosion de ses métiers traditionnels, le Groupe est depuis plusieurs années dans une phase de mutation de son business model vers le digital. SOLOCAL s'est ainsi engagé début 2013 dans un programme baptisé « Digital 2015 » pour accompagner la transformation du Groupe avec pour objectif d'en faire le leader européen de la communication locale sur Internet à horizon 2015, avec 75% du chiffre d'affaires généré par les activités numériques.

1.2.2. Présentation des activités du Groupe

Les activités du Groupe s'organisent autour de deux segments : (i) Internet et (ii) Imprimés & Vocal, détaillés ci-après.

(i) Segment Internet

En 2015, SOLOCAL a enregistré un chiffre d'affaires Internet consolidé de 646 M€, représentant 74 % du chiffre d'affaires du Groupe¹¹, en progression de 2 % par rapport à 2014. Les activités Internet du Groupe s'articulent autour de deux lignes de produits : Search Local et Marketing Digital.

Search Local

Le Groupe offre des services et des solutions digitales aux entreprises pour accroître leur visibilité et développer leurs contacts au niveau local.

Les principaux produits visent la création et la commercialisation de contenus et d'espaces publicitaires, le référencement et la mise à disposition d'espaces publicitaires pour les annonceurs locaux. L'activité repose sur les audiences enregistrées sur les médias propres au Groupe (dont Pages Jaunes, Mappy, Ooreka, AVendreALouer) ainsi que les audiences avec ses partenaires (Google, Bing, Facebook...).

¹¹ Hors activités désengagées, le chiffre d'affaires de ce segment ressort à 640 M€, représentant 73 % du chiffre d'affaires des activités poursuivies du Groupe



En 2015 l'offre Search Local représentait 78% des revenus du segment Internet avec un chiffre d'affaires de 496 M€ (hors activités désengagées)¹².

Marketing Digital

L'activité Marketing Digital permet aux enseignes de tous types de développer leur présence sur internet au-delà des médias propres du groupe et de ceux de ses partenaires.

L'activité s'articule autour de trois gammes de produits : hébergement et référencement, offre ciblée et référencement des internautes (programmation local), et mise en relation des utilisateurs et des annonceurs (services transactionnels).

Cette activité a généré un chiffre d'affaires de 144 M€ en 2015 (hors activités désengagées), représentant 22% du chiffre d'affaires du segment Internet.

(ii) Segment Imprimés & Vocal

Ce segment comprend les activités du Groupe relatives à la publication, à la distribution et à la vente d'espaces publicitaires dans les annuaires imprimés (PagesJaunes, PagesBlanches), ainsi que les activités «Vocal», y compris des services de renseignements téléphoniques et d'annuaire inversé.

Imprimés

L'édition de 2015 comprend 239 annuaires différents (dont 129 publications pour PagesJaunes, 93 publications pour PagesBlanches et 17 publications pour l'Annuaire). La parution de ces annuaires est échelonnée tout au long de l'année. Suite à la vente de sa participation de 39 % dans Editus en septembre 2012 et à l'arrêt de l'activité relative aux annuaires imprimés en Espagne à la fin du mois de décembre 2012, ladite activité est exclusivement exercée en France depuis 2013.

Vocal

Le segment Vocal comprend des activités propres à SOLOCAL GROUP, telles que les services de renseignements par téléphone et SMS (118 008) et l'annuaire inversé QuiDonc. Ce segment comprend également certaines activités de PJMS (anciennement Pages Jaunes Marketing Services), à savoir : le télémarketing, l'exploration des données (traitement de bases de données), la génération de fichiers, la gestion des prospects et des activités de marketing direct traditionnel (saisie d'entrées et expédition de publipostages).

Les activités Imprimés & Vocal ont généré 232 M€ en 2015, soit 26 % du chiffre d'affaires consolidé du Groupe¹³, et sont en décroissance continue depuis près de 10 ans¹⁴.

¹² régie Internet display Horyzon Media ; media social local ZoomOn ; « daily deals » de Lookingo ; devis de travaux en ligne de Sotravo.

¹³ Ce pourcentage atteint 27 % sur la base des activités poursuivies

¹⁴ Cf. §2.1.1.



1.2.3. Présentation synthétique des données financières

En 2015, le Groupe a généré un chiffre d'affaires de 878 M€, dont 74 % sur le segment Internet, et dégagé un bénéfice de 27 M€ (dont 42,5 M€ pour les activités poursuivies¹⁵). Au 31 décembre 2015, le Groupe employait directement 5.080 personnes, dont 4.556 en France.

Les principaux agrégats du Groupe sont les suivants pour les quatre derniers exercices :

Solocal - Agrégats Consolidés

M€	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015
Chiffre d'affaires	1 066	999	936	878
MBO/EBITDA récurrent ^{(1) (2) (3)}	464	424	311	261
Marge d'EBITDA (%)	44%	42%	33%	30%
Résultat Opérationnel	408	329	214	143
Résultat net	159	115	59	27
Capitaux propres part du groupe	(2 007)	(1 867)	(1 369)	(1 328)
Endettement net	(1 742)	(1 580)	(1 136)	(1 091)

⁽¹⁾ 2012 et 2013 marge brute opérationnelle

⁽³⁾ EBITDA récurrent : Ebitda avant prise en compte des éléments exceptionnels tels que les frais de restructuration

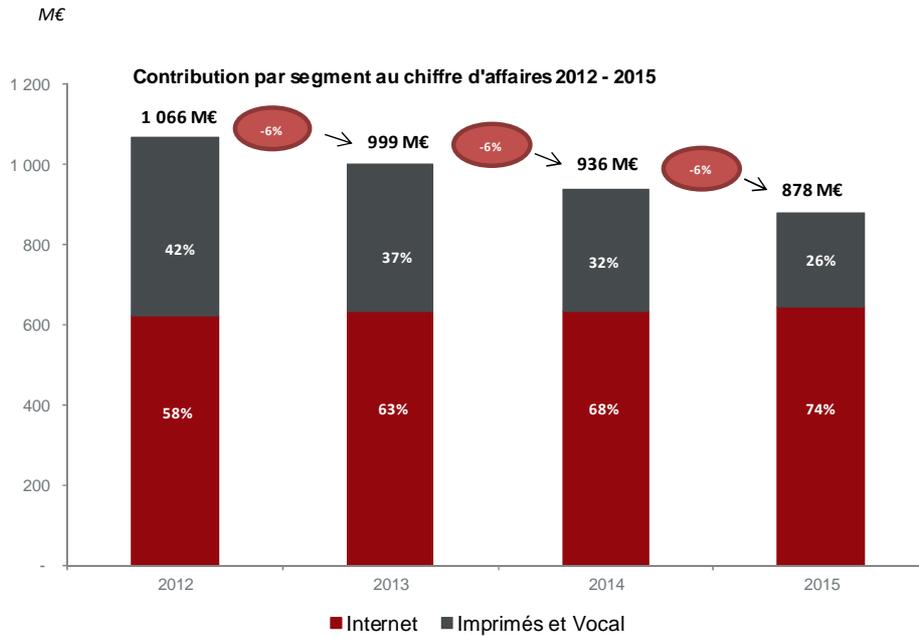
⁽²⁾ MBO : résultat d'exploitation avant prise en compte (i) de la participation des salariés, (ii) des charges de rémunérations en actions, y compris les charges sociales éventuelles afférentes, (iii) des dotations aux amortissements et (iv) des autres produits et autres charges (dont les frais de restructuration)

Source : Documents de référence 2012, 2013, 2014 et 2015

On doit relever que si les résultats sont en baisse constante, ils restent positifs en dépit des restructurations engagées sur les exercices 2014 et 2015.

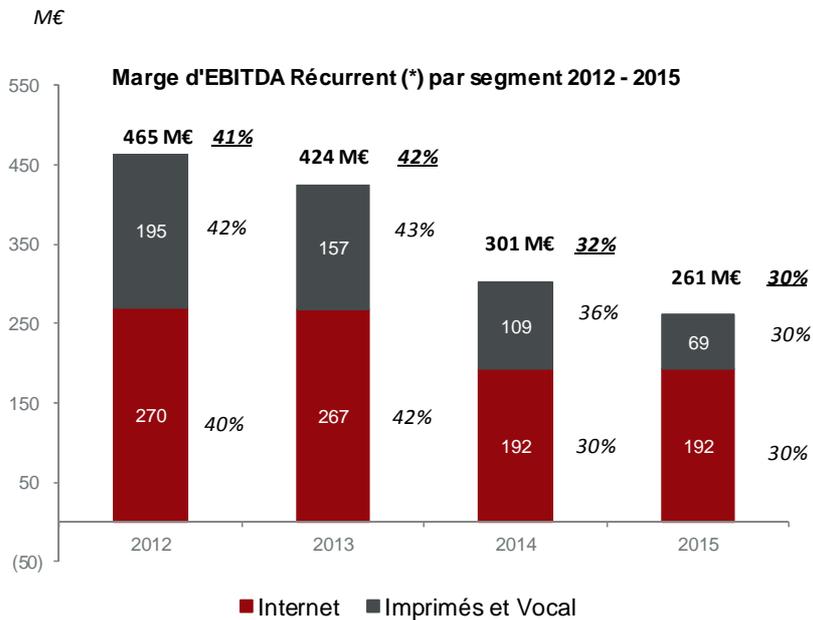
Les contributions des segments Internet et Imprimés au chiffre d'affaires et EBITDA consolidés du Groupe sont les suivantes sur les 4 derniers exercices :

¹⁵ En 2015, le Groupe s'est désengagé de 4 activités non rentables et sans croissance.



Source : Documents de référence 2012, 2013, 2014 et 2015

La décroissance du segment Imprimés n'est pas totalement compensée par l'augmentation du niveau d'activité du segment Internet, conduisant à une baisse constante du chiffre d'affaires du Groupe (-6% par an sur les 3 dernières années).



(*) 2012 et 2013 marge brute opérationnelle
Source : Documents de référence 2012, 2013, 2014 et 2015

La marge d'EBITDA récurrent se détériore depuis plusieurs années. En 2012, elle représentait 41% du chiffre d'affaires contre seulement 30% en 2015. En 2012, les activités Imprimés et Internet dégageaient un taux de marge de respectivement 42% et 40% ; en 2015, ce taux de marge était de 30% pour les deux activités.

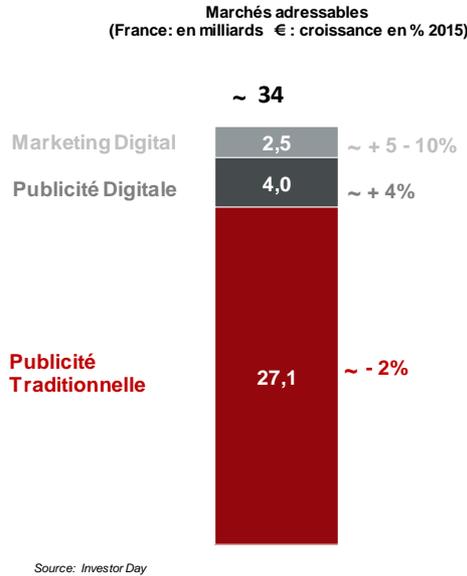




1.3 Présentation du marché publicitaire

Les ressources de SOLOCAL sont notamment constituées de revenus publicitaires (Imprimés et Search Local).

En 2016, le marché publicitaire français représente 34 milliards d'euros. Il se divise en trois principaux segments : Publicité traditionnelle, Publicité digitale et Marketing digital.



Le marché de la publicité traditionnelle est en décroissance. Le segment le plus affecté est la publicité imprimée qui connaît un net recul (presse, annuaires) remplacée inexorablement par la publicité digitale. Ce segment reste toutefois aujourd'hui le plus contributif, représentant 80% du marché.

Le marché le plus dynamique est celui de l'internet (marketing digital et publicité digitale) avec une croissance de l'activité de 4 à 6% par an. Cette tendance devrait se maintenir au regard du niveau des dépenses publicitaires digitales en France qui est inférieur à ceux observés dans d'autres pays occidentaux. A titre de comparaison les publicités digitales représentent 12% de la publicité locale en France contre 30 à 40% aux Etats-Unis.

SOLOCAL est aujourd'hui présent principalement sur le segment digital et est le leader français sur le marché de la publicité tous acteurs confondus. Concernant l'activité internet/digitale en particulier, le Groupe détient aujourd'hui environ 12% de part de marché en France et se place en seconde position derrière Google.



1.4 Matrice SWOT

Les forces et faiblesses de la Société, ainsi que les menaces et opportunités auxquelles elle est confrontée sur ses marchés, sont synthétisées dans la matrice ci-dessous :

Forces

- Leader sur le marché publicitaire local en France
- Marques fortes et reconnues (Pages Jaunes, Mappy...)
- Importante force commerciale
- Partenariats stratégiques (Google, Facebook, Apple, Bing...)

Faiblesses

- Niveau d'endettement très élevé : dette nette de plus d'un milliard d'euros avec un levier > 4 (Dette financière / EBITDA récurrent) ; covenant bancaire non respecté au 30 juin 2016 ; restructuration financière en cours depuis plusieurs années
- Structure de coûts non flexible
- Décroissance structurelle des activités Imprimés
- Faible présence à l'international (activités essentiellement concentrées sur le marché français)

Opportunités

- Potentiel de croissance du marché de la publicité digitale en France (part du digital dans la publicité local en 2014 : 12% en France → 43% aux US)
- Usage croissant de la recherche « mobile »
- Potentiel de développement à l'international

Menaces

- Risque de continuité d'exploitation en cas de non réalisation du plan de restructuration financière (impossibilité de rembourser la dette dont l'échéance est 2018 ; risque d'exigibilité anticipée en raison des bris de covenants)
- Hausse du prix du papier ou du coût d'autres facteurs de production.
- Risque de cessation de l'activité imprimés
- Pression concurrentielle sur le marché du digital
- Marché en mutation rapide avec de nouveaux entrants et pure players internet

Malgré des atouts incontestables en termes de positionnement sur son marché, le groupe SOLOCAL doit anticiper et/ou s'adapter en temps réel dans un marché en évolution rapide et souffre d'une situation financière trop dégradée pour lui permettre d'investir dans la mutation opérationnelle nécessaire pour assurer la continuité de son exploitation.

On constate que l'évolution vers le digital est réelle sur les derniers exercices et il est impératif d'accélérer cette tendance pour assurer un relais de croissance compensant la baisse des imprimés, à un niveau suffisant pour absorber la structure de coûts de l'entreprise.

2. Analyse du processus ayant conduit au projet d'Opération

2.1 Historique des difficultés du Groupe

2.1.1. Analyse des comptes historiques

Nous présentons ci-après l'évolution du compte résultat, du bilan et du tableau de flux de trésorerie du Groupe depuis son introduction en bourse en 2004.

2.1.1.1. Compte de résultat

L'évolution des principaux agrégats du compte de résultat consolidé depuis 2004 est la suivante :

Solocal - Comptes Historiques												
M€	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014(a)	2015
CA Internet				380	471	502	538	575	623	633	633	646
% Variation					24%	7%	7%	7%	8%	2%	0%	2%
CA Impr. et Vocal				779	721	662	588	527	443	366	304	232
% Variation					-7%	-8%	-11%	-10%	-16%	-17%	-17%	-23%
Chiffre d'affaires	967	1 061	1 093	1 158	1 193	1 164	1 125	1 102	1 066	999	936	878
% Variation		10%	3%	6%	3%	-2%	-3%	-2%	-3%	-6%	-6%	-6%
EBITDA récurrent Internet ^(*)							250	258	270	267	192	192
% CA							47%	45%	43%	42%	30%	30%
EBITDA Impr. Et Vocal ^(*)							268	236	195	157	109	69
% CA							46%	45%	44%	43%	36%	30%
EBITDA récurrent/MBO^(**)	407	463	484	509	552	529	518	493	464	424	301	261
% Chiffre d'Affaires	42%	44%	44%	44%	46%	45%	46%	45%	44%	42%	32%	30%
EBITDA											267	211
EBIT	343	399	449	489	443	487	482	449	408	329	214	143
% Chiffre d'Affaires	35%	38%	41%	42%	37%	42%	43%	41%	38%	33%	23%	16%
Charges financières brutes	0	5	14	131	138	91	100	129	141	135	100	86
dont intérêts de la dette	-	-	12	14	124	52	49	83	91	88	71	65
Coûts de restructuration	-	0	0	-	3	4	-	1	-	28	24	49
Résultat net (pdg)	214	262	297	270	177	274	245	197	159	115	59	27
CAPEX	8	12	31	16	12	26	43	44	43	55	70	76
Intérêts de la dette / EBIT			2,6%	2,8%	27,9%	10,7%	10,2%	18,5%	22,3%	26,6%	33,0%	45,2%

(*) La décomposition de la marge brute opérationnelle en trois segments (Internet, Annuaire imprimés et Autres activités) a été mise en place avec l'exercice 2011 et son historique à partir de 2010.

(**) Avant l'exercice 2014 notion de marge brute opérationnelle. A partir de 2014 notion d'EBITDA récurrent et d'EBITDA

(a) retraité de l'application rétroactive de l'interprétation IFRIC 21 tel que présenté dans le Document de Référence 2015

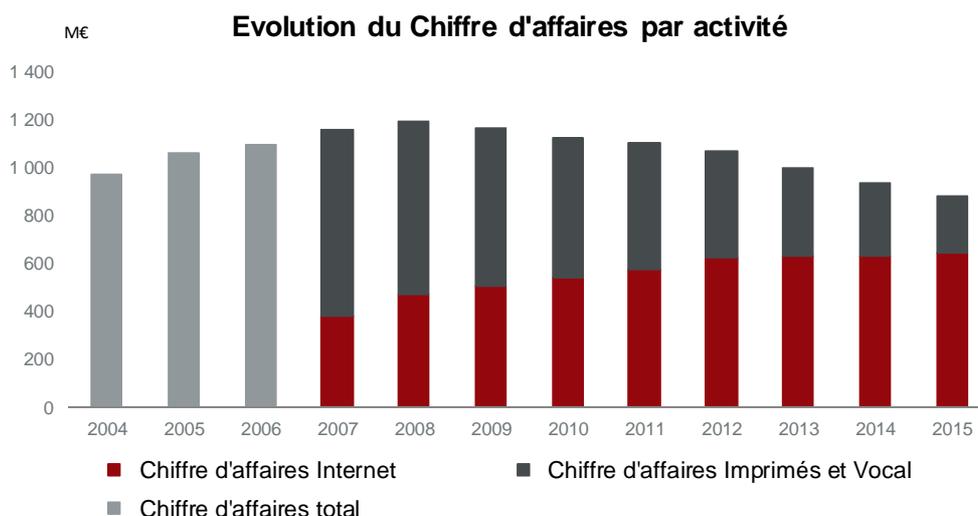
Source : Documents de référence 2005 à 2015

Jusqu'en 2013, le Groupe communiquait sur la Marge Brute Opérationnelle (MBO) qui correspond au résultat d'exploitation avant prise en compte (i) de la participation des salariés, (ii) des charges de rémunérations en actions, y compris les charges sociales éventuelles y afférentes, (iii) des dotations aux amortissements et (iv) des autres produits et autres charges (incluant les coûts de restructuration, les pertes de valeur des écarts d'acquisition et des immobilisations, les résultats de cession d'actifs, les frais d'acquisition de titres de participation, les pertes de valeur des écarts d'acquisition des entreprises associées).

Depuis 2014, l'agrégat de référence est l'EBITDA (qui correspond au chiffre d'affaires après déduction des charges externes nettes, des salaires et charges sociales (participation des salariés et rémunération en actions comprises) et des coûts de restructuration et d'intégration). Le Groupe présente également l'EBITDA récurrent (qui correspond à l'EBITDA avant prise en compte des éléments non récurrents tels que les frais de restructuration).



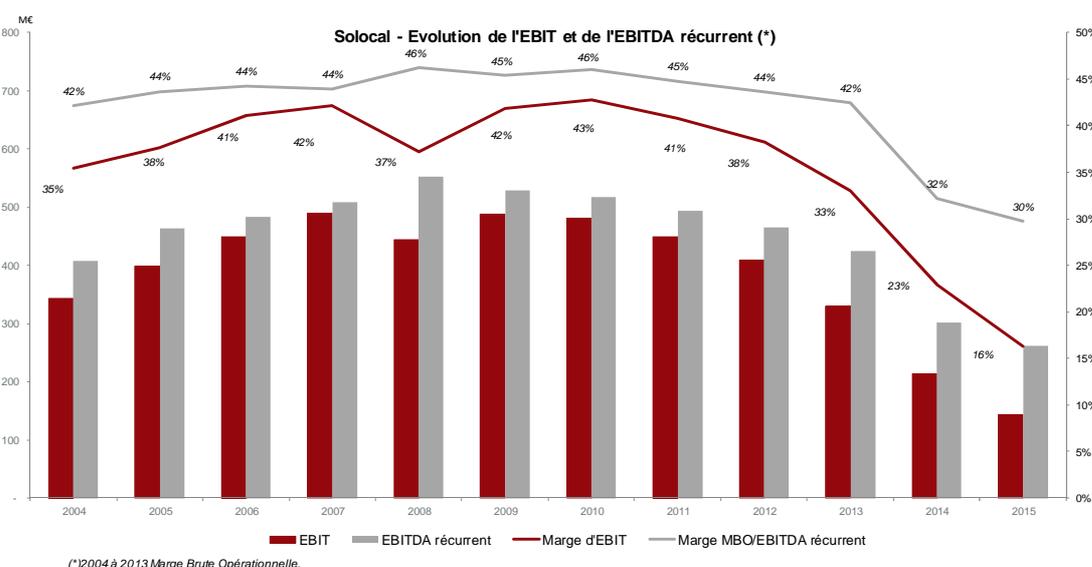
L'évolution du chiffre d'affaires consolidé par segment se présente comme suit depuis 2004 :



Après une croissance des revenus jusqu'en 2008, qui ont atteint à cette date près 1,2 milliards d'euros, le chiffre d'affaires du groupe SOLOCAL connaît une décroissance continue pour s'établir à 878 M€ en 2015.

La croissance des recettes Internet (qui représentent 73% du chiffre d'affaires 2015¹⁶, contre 40% en 2008) n'est pas suffisante pour faire face au déclin du marché des Imprimés, qui a entraîné depuis 2008 une décroissance moyenne annuelle de -15 % du chiffre d'affaires du segment Imprimés & Vocal (celui-ci représentait 60% des revenus en 2008 contre 27% en 2015). Le taux de croissance annuel moyen des recettes internet représente 3,7% sur les 5 dernières années (2010-2015). L'accélération de cette tendance est un enjeu clé pour le Groupe sur les prochaines années.

L'évolution de l'EBIT et de l'EBITDA récurrent du Groupe se présente comme suit depuis 2004 :



¹⁶ Sur la base des activités poursuivies





Les marges d'EBIT et d'EBITDA récurrent du Groupe ont atteint un pic en 2010 (respectivement 43% et 44% du chiffre d'affaires) avant de connaître une baisse continue et significative : entre 2010 et 2015, la marge d'EBIT a perdu 27 points et ne représente plus que 16% des revenus en 2015 ; dans le même temps la marge d'EBITDA récurrent perd 16 points et atteint 30% du chiffre d'affaires en 2015.

A noter que l'EBIT 2015 est impacté à hauteur de 49,4 M€ par des coûts de restructuration qui ne sont pas pris en compte dans l'EBITDA récurrent. Ces derniers sont essentiellement constitués par les coûts concernant le plan de départ volontaire ainsi qu'une provision relative au contentieux du PSE 2013 (Plan de Sauvegarde de l'Emploi). En 2014 les coûts de restructuration s'élevaient à 23,5 M€.

En retraitant l'EBIT de ces éléments non récurrents, le taux de marge opérationnelle en 2014 et 2015 s'élèverait à respectivement 25% et 22%.

Les charges financières comprennent majoritairement les intérêts de la dette (76% des charges financières en 2015). Le poids des intérêts de la dette par rapport au résultat d'exploitation de SOLOCAL a fortement augmenté ces dernières années : en 2008, les intérêts de la dette représentaient 22% de l'EBITDA récurrent et 28% de l'EBIT ; en 2015 ils en représentent respectivement 25% et plus de 45%.

2.1.1.2. Bilan consolidé

L'évolution des principaux agrégats du bilan consolidé depuis 2004 est la suivante :

Solocal - Bilan consolidé synthétique												
M€	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Actifs immobilisés	103	137	155	172	112	127	177	215	212	215	229	251
Autres actifs/(passifs)	(117)	(2)	(65)	(78)	(99)	(62)	(61)	(71)	(58)	(63)	(56)	(58)
BFR	(115)	(142)	(156)	(126)	(140)	(147)	(161)	(152)	(177)	(181)	(146)	(154)
Capitaux propres (total)	388	407	(2 061)	(2 073)	(2 194)	(2 213)	(2 154)	(2 121)	(2 007)	(1 867)	(1 368)	(1 328)
Provisions	113	122	111	157	164	167	175	177	214	232	248	273
Dette nette	(629)	(537)	1 884	1 884	1 882	1 935	1 900	1 915	1 742	1 580	1 136	1 091
Dette nette / EBITDA récurrent	(1,5)	(1,2)	3,9	3,7	3,4	3,7	3,7	3,9	3,7	3,7	3,8	4,2

Source: Documents de Référence 2005 à 2015

Le bilan de SOLOCAL a été fortement impacté par la distribution d'un dividende exceptionnel de 2,5 milliards d'euros intervenue en novembre 2006. Cette distribution a été financée d'une part par la trésorerie existante, et d'autre part, par un prêt senior moyen terme de 1.950 M€. Les fonds propres négatifs et le fort endettement de la Société sont issus de cette opération. De plus, les versements de dividendes significatifs entre 2007 et 2011 ont obéré la capacité du Groupe à se désendetter. L'absence de distribution de dividendes à compter de 2012 a permis d'amorcer la reconstitution des fonds propres et un relatif désendettement. Le recul de l'endettement observé en 2014 est la conséquence des augmentations de capital réalisées cette année-là pour un montant total de 440 M€.

Au 31 décembre 2015, l'endettement financier net s'élevait à 1.091 M€, principalement constitué d'un emprunt obligataire de 350 M€, d'un emprunt bancaire de 801 M€ et de trésorerie pour 53 M€. Le détail et les modalités de la dette financière à fin 2015 et à fin juin 2016 sont présentés en §2.1.2.



Le besoin en fonds de roulement (BFR) de la Société est structurellement négatif (-154,2 M€ à fin 2015) en raison de son business model et de l'importance des produits constatés d'avance liés aux ventes d'insertions publicitaires qui couvrent généralement une période de 12 mois.

Les capitaux propres sont négatifs depuis 2006 et le sont restés de façon constante depuis cette date. A fin 2015, ils s'établissent à (1.328 M€).

Les actifs immobilisés s'élèvent à 246,9 M€, et comprennent notamment 123,4 M€ d'immobilisations incorporelles nettes (logiciels et développements informatiques) et 95,1 M€ d'écarts d'acquisition (172 M€ de valeur brute dépréciée à hauteur de 77 M€).

Tableau de flux de trésorerie

SOLOCAL - Tableaux des flux de trésorerie consolidés

M€	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Résultat net consolidé part du Groupe	213,6	261,7	296,9	269,6	176,9	273,6	244,9	197,0	158,6	114,8	59,3	26,6
Flux nets de trésorerie générés par l'activité	362,2	263,5	310,3	285,0	320,2	283,7	291,8	240,4	226,5	191,4	107,1	134,4
Flux nets de trésorerie affectés aux opérations d'investissement	(32,1)	(105,0)	50,5	5,8	(11,5)	(32,5)	(55,6)	(69,0)	(40,2)	(59,9)	(83,7)	(90,0)
Variation de la dette brute	(90,5)	(1,4)	1 911,6	8,0	(0,9)	(9,4)	(10,8)	(26,0)	(172,2)	(149,4)	(475,9)	(33,8)
Augmentation de capital	58,5	10,1	34,4	4,4	-	-	-	-	-	-	422,6	2,4
Dividendes versés	(236,0)	(261,4)	(2 803,7)	(303,1)	(269,4)	(269,5)	(182,4)	(162,7)	-	-	-	-
"Autres"	-	-	2,2	16,0	(4,4)	0,7	(0,8)	(8,1)	(0,2)	(0,8)	0,4	(3,2)
Flux nets de trésorerie liés aux opérations de financement	(268,0)	(252,7)	(855,6)	(274,6)	(274,7)	(278,2)	(194,1)	(196,8)	(172,4)	(150,2)	(52,9)	(34,6)
Variation nette de trésorerie et équivalents de trésorerie	62,1	(94,3)	(494,8)	16,2	34,0	(27,0)	42,1	(25,4)	13,8	(18,8)	(29,5)	9,8

Source : Documents de Référence 2005, 2007, 2009, 2011, 2013 et 2015

Ce tableau présente une vision synthétique des flux de trésorerie pour les exercices 2004 à 2015 qui traduisent les éléments issus de l'analyse des comptes de résultat et bilans, à savoir :

- Une tendance baissière des flux de trésorerie générés par l'activité : cash-flow opérationnel de 107,1 M€ en 2014 et 134,4 M€ en 2015, à comparer à un plus haut de 320,2 M€ en 2008 ;
- Des flux nets de trésorerie liés aux opérations de financement consacrées en quasi-totalité aux dividendes versés, pour des montants cumulés de 4 milliards d'euros entre 2006 et 2011, puis à la réduction de la dette brute depuis 2012 ;
- Des flux nets de trésorerie affectés aux opérations d'investissement en forte progression sur les derniers exercices, liés principalement à la transformation de la Société vers les activités Internet et son plan « Digital 2015 ».

Ces éléments illustrent la difficulté du groupe à financer les investissements nécessaires à l'amélioration de sa performance opérationnelle, tout en réduisant son endettement financier.

2.1.2. Analyse de l'endettement de SoLocal

Comme indiqué ci-avant, l'endettement important du Groupe remonte au LBO de 2006.

Depuis cette date, l'endettement de SOLOCAL a fait l'objet de 3 refinancements ou restructurations :



- en 2011, avec l'extension partielle de la maturité de novembre 2013 à septembre 2015, en contrepartie notamment d'une émission obligataire de 350 M€, de maturité 2018, pour refinancer partiellement la dette ;
- en 2012, avec une deuxième extension de la maturité à septembre 2015 pour la quasi-totalité de la dette bancaire, dans le cadre d'un mandat *ad hoc* ;
- et en 2014, avec un plan de refinancement comprenant une augmentation de capital de 440 M€¹⁷ affectée au remboursement partiel de la dette bancaire au pair en contrepartie d'une nouvelle extension de la maturité à mars 2018 (avec une option de SOLOCAL d'extension de la maturité à mars 2020 sous certaines conditions)¹⁸. Une procédure de conciliation a été ouverte en mars 2014 puis une procédure de Sauvegarde Financière Accélérée en avril 2014.

Le levier financier¹⁹ (Dette nette / EBITDA Récurrent) s'est dégradé entre 2014 et 2015 passant de 3,8 (1.136 / 267) à 4,2 (1.091 / 261).

Endettement au 30 juin 2016 et 31 décembre 2015

L'endettement net²⁰ du Groupe au 30 juin 2016 et 31 décembre 2015 se détaille comme suit :

Détail de l'endettement net				
M€	30/06/2016	31/12/2015	Taux de la dette	Échéance
Emprunts bancaires (de tranche A7)	784	800	Euribor + marge de : 400 bps si Ratio de Levier (R) > 3 325 bps si 2,5 < R < 3, et 250 bps si R < 2,5	Mars 2018 (faculté d'extension à mars 2020)
Ligne de crédit revolving	44	-		
Emprunt obligataire	338	350	Taux fixe de 8,875%	1er Juin 2018
Endettement	1 165	1 150		
Intérêts courus / Autres	11	(7)		
Endettement financier brut	1 176	1 144		
Trésorerie	108	53		
Endettement financier net	1 068	1 091		
Service de la dette (2015)		65		
Taux d'intérêt moyen		5,5%		
<u>Dont:</u>				
Emprunt obligataire		8,9%		
Emprunt Bancaire		4,1%		

Source: Rapport financier 2015, Rapport financier au 30 juin 2016 et Analyse Finexsi

L'emprunt bancaire est remboursable *in fine* en mars 2018 (avec une faculté d'extension à mars 2020 si les obligations sont refinancées à plus de 90% d'ici mars 2018). Le taux est Euribor plus une marge (400 bps si le Ratio de Levier est supérieur à 3, 325 bps si le Ratio est compris entre 2,5 et 3, et 250 bps s'il est inférieur à 2,5).

¹⁷ Dont 361M€ au titre d'une augmentation de capital ouverte et 79M€ au titre d'une augmentation de capital réservée à certains créanciers.

¹⁸ Notamment si les obligations sont refinancées à plus de 90% d'ici mars 2018.

¹⁹ Le Ratio de levier des covenants utilise une définition différente de l'EBITDA.

²⁰ L'endettement net du Groupe est présenté selon la définition du document de référence de la Société. Dans une perspective de valorisation du Groupe, les engagements sociaux vis-à-vis du personnel (engagements de retraite, PSE) seront à intégrer dans la dette financière nette.



Cet emprunt bancaire implique différentes contraintes pour la Société en termes de covenants financiers et de clause de remboursement anticipé :

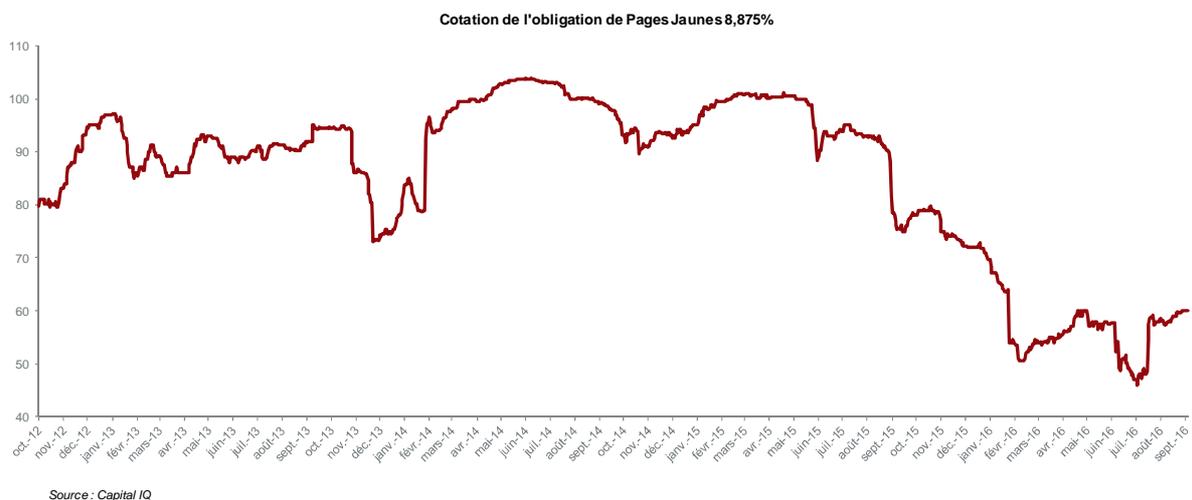
- Ratio de levier (Dette nette consolidée/EBITDA consolidé) inférieur ou égal à 4, avec une interdiction de distribution de dividende si le Ratio de levier est supérieur à 3, et une contrainte d'investissement maximum de 70 M€ si le ratio dépasse 3,5.
- Ratio EBITDA consolidé/charge nette consolidée d'intérêts supérieur ou égal à 3.
- Clause de remboursement anticipé partiel obligatoire applicable chaque année civile en fonction du Ratio de levier.

Au 30 juin 2016, le covenant du Levier financier n'était pas respecté mais l'accord préliminaire de plus de 50% des créanciers bancaires sur le plan de réduction de la dette²¹ devait permettre d'éviter l'exigibilité anticipée de la dette bancaire en cas de réalisation dudit plan.

La ligne de crédit revolving au nominal de 43,8 M€ est intégralement tirée au 30 juin 2016 ; elle est amortissable à hauteur de 2,7 M€ par trimestre et a une maturité finale en mars 2018 (faculté d'extension à mars 2020 comme l'emprunt bancaire).

L'emprunt obligataire (obligations émises en 2011 par PAGESJAUNES, au travers de l'entité PAGESJAUNES FINANCE & CO SCA) est un emprunt à taux fixe de 8,875% et remboursable *in fine* le 1^{er} juin 2018.

L'évolution du cours de cette dette obligataire est présentée ci-dessous. La forte baisse qui a débuté à l'été 2015 lorsque le marché obligataire s'est refermé illustre le caractère spéculatif de la dette SOLOCAL qui cote environ 60% de sa valeur nominale en septembre 2016. Il convient cependant de préciser qu'en l'absence d'information précise sur les volumes et l'identité des porteurs, il est difficile d'affirmer que le cours de la dette est représentatif de sa valeur réelle.



²¹ Plan présenté le 1^{er} août 2016



Appréciation de la situation financière de SOLOCAL par les agences de notation

La dette de SOLOCAL est suivie par les agences de notations Moody's et Fitch.

Les deux agences ont classé la société SOLOCAL dans la catégorie "spéculative". Cette catégorie suppose des risques sérieux d'incidents de paiement, qui deviennent extrêmement sérieux en bas de l'échelle (en cas de défaut probable ou imminent sont appliquées les notes Ca ou C chez Moodys, et CC ou C pour Fitch). La notation de SOLOCAL, visant la solidité financière²² et la probabilité de défaut, a été dégradée à deux reprises depuis 2016 :

Date	Agence	Upgrade / Downgrade	Rating	Commentaires
10/06/2014	Fitch	↑	C à B-	Suite à la conclusion définitive du plan de sauvegarde permettant la modification des termes de la dette et d'étendre de deux ans sa maturité, ainsi que le remboursement anticipé de la dette le 6 juin 2014 pour un montant de 400 M€ faisant suite à l'augmentation de capital de 440 M€
18/06/2014	Moody's	↑	Caa1- à B3-	Suite à l'augmentation de capital de 440M€ de juin 2014. La perspective reste négative en raison de l'incertitude sur le succès de la transformation digitale du groupe
18/02/2016	Moody's	↓	B3- à Caa2-	Suite au communiqué du 11 février 2016 sur les informations financières consolidées au 31/12/2015 (résultats de la division Imprimés en forte décroissance, levier financier élevé, marge de manœuvre limitée en raison des covenants bancaires)
25/05/2016	Fitch	↓	B- à CC	Suite à la publication des résultats du 1er trimestre 2016 et la communication du management qui a reconnu que les covenants bancaires n'étaient pas soutenables et empêchaient l'investissement
04/08/2016	Moody's	↓	Caa2- à Ca-	Suite à l'annonce du 1er août 2016 sur les modalités du plan de restructuration financière (Ca est la dernière notation avant le défaut de paiement)
10/08/2016	Fitch	↓	CC à C	Suite à l'annonce du 1er août 2016 sur les modalités du plan de restructuration financière (C est la dernière notation avant le défaut de paiement)

Les changements de notation intervenus depuis le 1^{er} août (première annonce des modalités du projet de plan de restructuration financière) transcrivent l'incertitude sur la réalisation du plan de restructuration financière et n'anticipent pas la bonne fin dudit plan.

2.1.3. Situation financière du Groupe à fin juin 2016

Il convient de noter que les comptes sociaux et consolidés de SOLOCAL GROUP clos au 31 décembre 2015 ont été certifiés par les commissaires aux comptes sans réserve, mais n'ont pas encore été approuvés par l'Assemblée générale en raison du report de sa tenue au 19 octobre 2016. De ce fait, le résultat de l'exercice 2015 est en instance d'affectation.

Concernant les comptes sociaux de SOLOCAL GROUP au 31 décembre 2015, il faut relever qu'une dépréciation des titres PAGESJAUNES a été constatée en 2015 pour un montant de 1.640 M€, « liée à l'accélération de la décroissance des activités annuaires imprimés et par une moindre croissance des activités Internet, dans un contexte de fortes contraintes financières malgré un programme d'investissements importants dans la transformation digitale du Groupe, notamment dans les domaines commercial, marketing et des technologies ²³ ». Précisons que cette provision comptabilisée dans les comptes sociaux n'a aucune incidence sur les comptes consolidés du Groupe qui, comme on l'a vu précédemment, sont négatifs depuis 2006.

²² Incluant la dette obligataire.

²³ Comptes sociaux de SOLOCAL GROUP au 31/12/2015, note 3.2.





Dans les comptes consolidés au 30 juin 2016, ils restent d'un montant négatif de -1.310 M€.

Concernant l'appréciation de la situation financière du Groupe à fin juin 2016, il convient de relever que le rapport financier au 30 juin 2016²⁴ mentionnait :

- Que le covenant bancaire crédit syndiqué sur le levier financier n'était pas respecté,
- Que l'absence de réalisation du plan de réduction de la dette « *pourrait obérer la capacité de la société à retrouver des fondamentaux solides, mettre en œuvre sa stratégie et renouer avec la croissance...* »
- Qu'un risque relatif à la continuité d'exploitation existait : « *Suite à l'obtention d'un accord préliminaire avec plus de 50% des créanciers bancaires pour réduire la dette du Groupe de manière drastique, le bris du covenant bancaire sur le levier SoLocal Group financier ne devrait pas entraîner l'exigibilité anticipée de la dette du Groupe [...] Même si la Direction est confiante sur l'aboutissement de ce processus, il subsiste une incertitude inhérente à toute négociation et à sa mise en œuvre. Au cas où les mesures de restructuration envisagées n'aboutiraient pas in fine, SoLocal Group pourrait ne plus être en mesure de réaliser ses actifs et de s'acquitter de ses dettes dans le cadre normal de son activité*».

Il faut préciser que la Société a indiqué, dans son communiqué du 28 septembre 2016, ne pas être en mesure de respecter le covenant bancaire sur le levier financier au 30 septembre 2016.

2.1.4. Evolution de la performance boursière de SoLocal

Nous présentons ci-dessous le parcours boursier du titre SOLOCAL sur une longue période, en comparant ses performances annuelles depuis fin décembre 2004 (année de l'introduction en bourse de la Société) à celle d'un indice de référence, le SBF 120²⁵, dans la mesure où le titre SOLOCAL appartenait à cet indice jusqu'au 21 décembre 2015, date à laquelle il a été remplacé par celui d'Europcar.

Performances annuelles du titre SoLocal, dividendes inclus, comparées à celles de l'indice SBF 120												
%	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	S1 2016
Titre SoLocal	29%	14%	-3%	-45%	26%	-6%	-55%	-33%	-41%	-47%	-60%	-69%
SBF 120	28%	22%	3%	-41%	29%	3%	-14%	20%	22%	3%	11%	-7%

Source : Capital IQ, Euronext

Les cours SOLOCAL utilisés sont retraités du regroupement d'actions intervenu en octobre 2015 (une nouvelle action pour 30 anciennes) et les performances annuelles ont été recalculées sur la base des performances journalières du titre, retraitées le cas échéant des versements de dividendes. Les performances annuelles de l'indice SBF 120 sont également présentées après retraitement des distributions de dividendes.

Entre 2005 et 2010, les performances du titre SOLOCAL sont globalement en ligne avec celles de l'indice SBF 120. En particulier, la performance négative de 2008 (-45%), suivie d'une

²⁴ Rapport financier de SOLOCAL GROUP au 30/06/2016, §1.4 et 2.6

²⁵ Le SBF 120 est un indice boursier déterminé à partir des cotations des 120 entreprises les plus liquides cotées sur le marché français



performance positive en 2009 (+26%), sont à mettre au regard de la crise financière de 2008 et de ses conséquences sur les marchés boursiers, lesquels ont rebondi l'année suivante.

Les performances du titre depuis 2011 sont fortement négatives et le titre sous-performe nettement l'indice SBF 120. Cette situation reflète la dégradation de la performance opérationnelle de la Société amplifiée par l'effet de levier de la dette (cf. ci-avant), conjuguée à une structure financière déséquilibrée ayant conduit à l'arrêt des versements des dividendes et à plusieurs opérations antérieures de refinancement et de restructuration financière.

2.2 Présentation des motifs et des termes de l'Opération

Nous précisons que les développements qui suivent reposent sur une hypothèse d'endettement brut de la Société de 1.164 M€ à la date de mise en œuvre des opérations de restructuration, et qu'il conviendrait de les adapter si ce montant évoluait²⁶.

2.2.1. Motifs de l'Opération

Le projet de restructuration financière de SOLOCAL annoncé le 1^{er} août 2016²⁷ puis modifié le 28 septembre 2016²⁸ et le 5 octobre 2016²⁹ s'articule autour de 3 volets :

- le renforcement des fonds propres (§ 2.2.1.1) ;
- la réduction des deux tiers de la dette, qui passerait de 1.164 M€ à 400 M€ (§ 2.2.1.2) ;
- la mise en œuvre du plan stratégique « Conquérir 2018 ».

Le plan de restructuration financière doit permettre la mise en œuvre du plan stratégique « Conquérir 2018 » (§2.2.1.3).

2.2.1.1. Le renforcement des fonds propres

Les opérations de renforcement des fonds propres donneraient lieu à la séquence d'émissions de titres suivante :

- Augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription (« l'augmentation de capital avec DPS ») d'un montant maximum de 400 M€³⁰, à un prix de souscription de 1 € par action et pour laquelle les créanciers viendraient en garantie au moyen d'une compensation avec une partie de leur créance au nominal au même prix de souscription de 1€ par action ;
- Augmentation de capital réservée aux créanciers de la Société et libérée par compensation avec leurs créances sur SOLOCAL. L'émission d'actions nouvelles sera assortie de bons de souscription d'actions, chacun donnant le droit de souscrire à une action nouvelle au prix unitaire de 2 € sur une période de 5 ans. Le montant nominal de l'émission, le nombre d'actions, leur prix de souscription (compris entre 2,14 € et 4,73 €

²⁶ Une hypothèse d'endettement maximum de la Société de 1.172 M€ est mentionnée dans le projet de note d'Opération

²⁷ Communiqué de presse de SOLOCAL du 1^{er} août 2016, complété le 3 août 2016

²⁸ Communiqué de presse de SOLOCAL du 28 septembre 2016

²⁹ Communiqué de presse de SOLOCAL du 5 octobre 2016

³⁰ pouvant être porté à un maximum de 460 M€ en cas d'exercice intégral de la clause d'extension



par action) et la parité d'attribution des BSA sont fonction du taux de souscription en numéraire de l'augmentation de capital avec DPS ;

- Emission d'obligations subordonnées à option de conversion et remboursables en actions, ou en numéraire au gré de la Société (ci-après « Mandatory Convertible Bonds » ou « MCB »), à raison d'une action par obligation, émises avec suppression du droit préférentiel de souscription au bénéfice des créanciers, d'une valeur nominale unitaire de 2 €. La souscription à l'émission des MCB s'effectuera par compensation de créances et leur nombre sera fonction du taux de souscription en numéraire de l'augmentation de capital ouverte, sans qu'il ne puisse excéder 100 millions³¹.

On doit relever ici que post opération les capitaux propres consolidés resteront négatifs.

2.2.1.2. Réduction de la dette financière long terme

A la suite des opérations de renforcement des fonds propres détaillés ci-dessus, la dette brute résiduelle serait réduite à 400 M€ (soit une diminution de deux tiers par rapport à 1.164 M€, son montant au 30 juin 2016) prenant la forme d'un emprunt obligataire remboursable entièrement à maturité (5 ans), avec une possibilité de remboursement par anticipation au gré de l'emprunteur à 101% de la valeur nominale.

Sur la base de la proposition du mandataire *ad hoc*, la dette porterait intérêt à un taux calculé par référence à l'Euribor (avec un « plancher » à 1%) augmenté d'une marge qui varie entre 3% et 9% en fonction du Ratio de levier ($L = \text{Dette nette} / \text{EBITDA}$), faisant ressortir un taux global supérieur au taux moyen de la dette en 2015 qui s'élevait à 5,5%. La charge d'intérêt annuelle ressortirait à 28 M€ en moyenne sur les 3 prochaines années, contre un montant de 20 M€ calculé au taux de 5,5% (estimation sur la base du business plan du management).

2.2.1.3. Mise en œuvre du plan stratégique « Conquérir 2018 »

Le plan stratégique « Conquérir 2018 » fait suite au plan « Digital 2015 » qui visait à réussir la transformation digitale du Groupe, avec pour ambition d'en faire le leader européen de la communication locale sur Internet à horizon 2015, avec 75% du chiffre d'affaires généré par les activités numériques.

« Conquérir 2018 » vise à accélérer la croissance Internet d'ici 2018, avec un portefeuille de clients stable et une pénétration accrue du Marketing Digital. L'objectif est de stabiliser la base de coûts et de générer un taux de marge d'EBITDA durable de l'ordre de 28%-30%.

Les objectifs visés par le Groupe d'ici 2018 sont ainsi :

- une croissance élevée de l'activité Internet (+10% entre 2017 et 2018)
- une croissance rentable du Groupe avec un taux de marge d'EBITDA³² entre 28% et 30%

³¹ Créances de 200 M€ converties sur la base d'une valeur de l'action de 2€

³² Taux de marge EBITDA récurrent / CA consolidé, hors éléments non récurrents



Le profil d'activité Internet visé nécessite une structure financière drastiquement désendettée pour permettre les investissements nécessaires, et la mise en œuvre de ce plan stratégique suppose donc une opération globale de désendettement et de renforcement des fonds propres.

2.2.2. Principales conditions à la réalisation de l'Opération

La réalisation de l'Opération ne deviendra définitive qu'à compter du jour où les conditions suspensives ci-après auront été réalisées :

- L'obtention auprès de l'AMF du visa concernant les prospectus relatifs aux émissions réservées et à l'augmentation de capital avec DPS ;
- L'approbation de l'Opération par au moins deux tiers des créanciers devant se réunir le 12 octobre 2016, et par au moins deux tiers des actionnaires lors de l'Assemblée Générale Extraordinaire de SOLOCAL GROUP SA devant se tenir le 19 octobre 2016 ;
- L'arrêté du Plan de Sauvegarde Financière Accélérée tel que modifié par le comité des créanciers par jugement du Tribunal de commerce de Nanterre qui doit intervenir le 9 novembre 2016.

2.2.3. Description de l'Opération

L'Opération, dont les principales caractéristiques ont été abordées précédemment, est constituée des étapes suivantes :

1. Une attribution d'actions gratuites aux actionnaires à raison d'une action gratuite par action existante, soit 38,9 millions d'actions gratuites.
2. Une première augmentation de capital avec maintien du DPS (droit préférentiel de souscription), d'un montant de 400 M€ au prix de souscription de 1€ par action :
 - Une clause d'extension permet de monter le nombre d'actions souscrites jusqu'à 460 millions.
 - 20 M€ du produit de cette augmentation de capital seront conservés par la Société³³, pour financer en particulier le coût de l'Opération. Le solde sera entièrement destiné au remboursement de la dette.
 - Les créanciers viendraient en garantie de cette augmentation de capital. Ainsi, ils souscriront au capital à hauteur de la part des 400 M€ qui n'auraient pas été souscrits par les actionnaires (anciens ou entrants). Cette garantie s'effectuerait par compensation de créances en capital, sur la base d'un même prix de souscription, soit 1 € par action, mais suppose la souscription aux opérations qui suivent.
3. Une deuxième augmentation de capital, réservée aux créanciers, et dont les modalités dépendent du taux de souscription en numéraire de la première augmentation de capital. Cette augmentation de capital sera effectuée par compensation de créances, dont le montant et le prix de souscription (compris entre 2,14€ et 4,73€ par action) varient de

³³ Si l'augmentation de capital en numéraire excède 20 M€.

façon quasiment linéaire jusqu'au seuil de 75%³⁴. Le montant et les prix de souscription correspondant à des souscriptions de 0-100-200-300-400 M€ sont détaillés dans le tableau ci-après :

Augmentation de capital réservée

en millions	% de souscription des actionnaires à l'augmentation de capital DPS				
	0%	25%	50%	75%	100%
Nombre d'actions souscrites par les créanciers	76,8	78,5	79,8	81,2	81,2
Sur la base d'un prix de souscription de (€)	2,14	3,19	3,98	4,73	4,73
Montant (M€)	164,0	250,8	317,4	384,1	384,1

4. Une attribution de MCB (Mandatory Convertible Bonds) aux créanciers, dans l'hypothèse où le niveau de souscription en numéraire à la première augmentation de capital (avec maintien du DPS) serait inférieur à 75 %.

- Ces MCB sont des obligations subordonnées à option de conversion et remboursables en actions (ou en numéraire au gré de la Société). Ces MCB seraient souscrites au pair par les créanciers par compensation de créances, et auront pour valeur nominale 2 €. Elles ne porteraient pas intérêt et leur maturité serait de 5 ans.
- Le remboursement s'effectue *in fine* en action ou en numéraire au gré de la Société. Le créancier peut disposer, à sa demande, d'un remboursement anticipé qui s'effectuera en actions.
- Le nombre de MCB émis par la Société est fonction du taux de souscription en numéraire à la première augmentation de capital. A partir de 75% de souscription en numéraire par les actionnaires, aucun MCB ne sera émis. Dans l'hypothèse d'une souscription en numéraire nulle, le montant nominal des MCB émis s'élèvera à 200 M€, correspondant le cas échéant à un remboursement *in fine* par l'émission de 100 millions d'actions souscrites à 2€. Entre 0% et 75% de souscription en numéraire, ce montant évolue linéairement entre 200 M€ et 0 M€. Le tableau ci-dessous présente le montant nominal des MCB émis, en conversion des créances, et le nombre d'actions correspondant pour différentes hypothèses de souscription à l'augmentation de capital avec maintien du DPS.

Attribution des MCB

en millions	% de souscription des actionnaires à l'augmentation de capital DPS				
	0%	25%	50%	75%	100%
Montant nominal des MCB attribués aux créanciers	200,0	133,4	66,7	-	-
Nombre d'actions correspondant (nominal de 2€)	100,0	66,7	33,4	-	-

5. Des BSA (attachés aux actions de l'augmentation de capital décrite au point 3 ci-dessus) seront également attribués aux créanciers. L'exercice des BSA permettrait de renforcer les fonds propres en générant de la trésorerie (exercice des BSA en numéraire). Les BSA attribués aux créanciers ont une maturité de 5 ans, leur prix d'exercice est de 2,0 €. Le nombre des BSA attribués aux créanciers dépend du pourcentage de souscription en numéraire à l'augmentation de capital avec DPS. Ils sont indiqués dans le tableau suivant :

³⁴ L'évolution du prix de souscription à l'augmentation de capital réservée par rapport au niveau de souscription à l'augmentation de capital avec DPS est présentée graphiquement en Annexe n°6



Attribution des BSA créanciers

en millions	% de souscription des actionnaires à l'augmentation de capital DPS				
	0%	25%	50%	75%	100%
Nombre de BSA attribués aux créanciers	44,6	87,9	121,2	154,6	154,6

L'ensemble de l'Opération aura donc pour conséquences (avant exercice des BSA) :

- Une augmentation des capitaux propres de SOLOCAL d'un montant compris entre 764 M€ (si la souscription en numéraire à l'augmentation de capital est nulle) et 784 M€³⁵ (dès 20 M€ souscrits en numéraire) ;
- Un apport immédiat de trésorerie d'un montant compris entre 0 M€ et 380 M€³⁶.
- Soit, une réduction de la dette de 764 M€³⁷ ;

En synthèse, l'équilibre de l'Opération peut se résumer comme suit :

- L'opération est basée sur une souscription par les actionnaires à une augmentation de capital ouverte (avec maintien du DPS) à un prix décoté de 1 €. Au titre de la garantie offerte par les créanciers, ceux-ci peuvent souscrire à la part non souscrite par les actionnaires au même prix de 1 €.
- Symétriquement, le prix de souscription à l'augmentation de capital réservée aux créanciers par conversion de créances est directement lié au niveau de souscription en numéraire à l'augmentation de capital avec maintien du DPS. Plus la souscription en numéraire est faible par les actionnaires, plus le prix de conversion est faible pour les créanciers. Les créanciers ont des prix de souscription majorés (2,14 € à 4,73 €) par rapport au prix des actionnaires.
- L'émission de MCB permet de remplir l'objectif cible de désendettement (dette résiduelle de 400 M€), mais n'a pas lieu lorsque la souscription en numéraire est supérieure à 75%.
- En contrepartie de l'investissement consenti par les créanciers, et en fonction de son importance, l'exercice des BSA leur permettrait également de bénéficier du rebond potentiel de l'entreprise.
- Enfin, les actionnaires bénéficieraient d'actions gratuites limitant leur dilution.

L'incidence de l'Opération sur l'actionnariat est présentée dans le paragraphe §5.2.

En termes de gouvernance, en réponse aux projets de résolutions transmis par deux groupes d'actionnaires individuels proposant la révocation de 5 administrateurs et la nomination de 7 nouveaux administrateurs, le Conseil d'administration de la Société a proposé la nomination, sous réserve de l'approbation du plan de restructuration financière, de 5 nouveaux administrateurs, dont 2 représentants des actionnaires individuels et 2 candidats proposés par le groupe de créanciers. Selon les termes du communiqué de presse de SOLOCAL du 28 septembre 2016, le plan de restructuration financière prévoyait que le Conseil d'administration de la Société restera composé d'au moins 50% d'administrateurs indépendants (en ce compris le cas échéant

³⁵ Ce montant peut atteindre 844 M€, en cas de souscription de 460 M€ à l'augmentation de capital avec DPS

³⁶ L'apport immédiat de trésorerie atteindrait 440 M€ en cas d'exercice intégral de la clause d'extension.

³⁷ En cas d'une souscription à hauteur de 460 M€, la réduction de la dette atteindrait 824 M€.



des représentants des actionnaires individuels) et qu'en fonction de la répartition du capital post restructuration, des représentants des actionnaires les plus importants soient intégrés au Conseil.

Le communiqué de presse de la Société du 5 octobre 2016 précise le dispositif dans les termes suivants :

- cinq nominations d'administrateurs de la Société (deux représentants des créanciers, deux représentants des actionnaires individuels, et un administrateur indépendant) seront soumis au vote des actionnaires lors de l'assemblée générale de 19 octobre 2016, afin qu'en cas d'approbation, le Conseil d'administration de la Société soit composé de 13 membres à cette date, dont l'administrateur élu par les salariés ;
- après la réalisation de la restructuration, augmentation possible du nombre de représentants des créanciers en fonction du niveau de souscription en numéraire à l'augmentation de capital avec DPS : le nombre total irait de 2 membres sur 13 (cas d'une souscription en numéraire supérieure à 75 %), à 5 membres sur 13 (cas d'une souscription en numéraire inférieure à 25 %).

3. Situation actuelle du groupe SoLOCAL et de ses perspectives en l'absence de restructuration

Comme nous l'avons vu plus haut (§2.1.3), la situation financière du Groupe à fin juin 2016 et le bris du covenant bancaire sur le levier financier font courir un risque réel sur la continuité d'exploitation en l'absence de réalisation d'une importante restructuration financière.

Nous présentons ci-dessous les éléments d'appréciation de la valeur du Groupe dans l'hypothèse où sa restructuration n'interviendrait pas.

3.1. Business plan du Groupe sans restructuration

Compte tenu de sa situation financière, le Groupe est contraint dans sa politique d'investissements par les covenants de sa dette bancaire. Le non-respect des covenants au 30 juin 2016 et au 30 septembre 2016 est d'ores et déjà susceptible d'entraîner une exigibilité intégrale et immédiate de la dette bancaire qui pourrait être demandé en l'absence d'un accord avec les créanciers. Le Groupe devra de toute façon faire face en 2018 aux échéances de sa dette.

Au cas où les mesures de restructuration envisagées n'aboutiraient pas *in fine*, SOLOCAL GROUP ne serait plus en mesure de s'acquitter de ses dettes dans le cadre normal de son activité.

Dans ce contexte, nous avons retenu le business plan avant restructuration établi sur la base du plan d'affaires 2016-2019 avant restructuration élaboré par la Société, et dont la revue par un cabinet de conseil stratégique indépendant avait conduit à quelques ajustements. Ses principales tendances ont été communiquées au marché lors de l'Investor Day du 31 août 2016³⁸.

³⁸ Cf. Scénario illustratif du document présenté à l'Investor Day, page 25



Il faut souligner que ce business plan avant restructuration repose malgré tout sur l'hypothèse théorique que le remboursement de la dette ne serait pas exigé sur la période 2016-2019, ce qui suppose un allongement de la maturité de la dette.

Dans ce cadre, les principales hypothèses suivantes ont été retenues :

- Activités Internet :
 - Les activités Search Local, faute d'investissements suffisants, voient le parc de leurs clients continuer de s'éroder. L'ARPA³⁹ reste globalement stable.
 - Les activités Marketing Direct bénéficient en revanche d'une amélioration du taux de pénétration qui soutient la croissance de leur chiffre d'affaires ;
 - La marge brute de ces activités est fixée au niveau de la marge brute 2015 ;
- Activités Imprimés & Vocal :
 - L'activité Imprimés & Vocal connaît depuis 10 ans une accélération de la décroissance de son chiffre d'affaires, qui a été retenue en moyenne à -26% par an entre 2015 et 2019 ;
 - Les coûts directs de ces activités diminuent à un rythme moins rapide que la baisse du chiffre d'affaires ce qui entraîne une réduction de la marge brute de ces activités.
- Les coûts commerciaux et autres charges indirectes décroissent à un rythme inférieur à celui du chiffre d'affaires du Groupe.
- Ainsi, le taux de marge d'EBITDA récurrent du Groupe passe de 31%⁴⁰ en 2015 à 17% en 2019.
- Les investissements annuels ne peuvent excéder 70 M€ (cf. covenants financiers), mais un niveau d'investissement important est nécessaire pour maintenir l'activité viable dans un secteur en forte et constante évolution. L'hypothèse de CAPEX⁴¹ est de 67,7 M€ en 2016 puis de 56,7 M€ par an sur la période 2017-2019.
- Rappelons que ces hypothèses correspondent à un scénario d'absence de restructuration de la dette et à un plan d'affaires du Groupe en stand-alone, c'est-à-dire, sans tenir compte des investissements et mesures qui seraient mis en place à l'issue du plan de restructuration.

Les charges d'intérêts liées à la dette non restructurée sont comprises entre 65 M€ et 70 M€ par an.

A partir de 2018, les cash-flows disponibles avant service de la dette, tels qu'ils ressortent du business plan présenté ci-dessus, ne sont pas suffisants pour faire face à ces charges d'intérêts. A fortiori, il sera alors impossible de faire face au remboursement de la dette en 2018, échéance unique de l'ensemble des dettes bancaires et obligataires.

³⁹ Average Revenue Per Advertiser (revenu moyen par annonceur)

⁴⁰ Pour les activités poursuivies

⁴¹ Investissements



Ce scénario sans refinancement ne semble pas viable au regard du poids du service de la dette et de la capacité de l'entreprise de dégager des cash-flows suffisants. En cas de défaut de la Société, les créanciers pourront faire jouer leurs garanties (nantissement sur les titres de PAGESJAUNES SA⁴²) ce qui priverait la Société de son principal actif.

3.2. Offres reçues dans le cadre de la recherche d'investisseurs

Compte tenu de son niveau très élevé d'endettement, le Groupe encourt aujourd'hui un risque de défaut. Dans le cadre des différentes recherches d'investisseurs, la valeur du groupe SOLOCAL a été appréhendée par les offres de quelques investisseurs, dans sa situation avant restructuration.

Il est très difficile d'évaluer la valeur de reprise du Groupe de façon précise, car elle repose sur un grand nombre de variables et d'hypothèses complexes (différents scénarios de prise de participation, restructuration ou refinancement de la dette, éventuelles cessions de certains actifs, estimation du coût d'éventuelles restructurations, etc...).

Pour approcher cette valeur, nous avons donc analysé les 3 marques d'intérêt reçues par SOLOCAL en 2016 sur les 40 industriels ou fonds d'investissements sollicités (cf. § 1.1.1) permettant ainsi d'identifier la valeur qu'ils reconnaissaient au Groupe.

La première marque d'intérêt prévoyait une augmentation de capital réservée aux créanciers libérée par incorporation de créances, ainsi qu'une augmentation de capital ouverte, permettant de réduire la dette à 400 M€. *In fine*, l'investissement aurait été de 150 M€ pour acquérir 54% de la Société, soit une valorisation induite de SOLOCAL de 277 M€. Compte tenu de la dette résiduelle et de la trésorerie, la valeur d'entreprise induite s'élevait à 605 M€.

La deuxième marque d'intérêt prévoyait le même schéma d'augmentations de capital réservée et ouverte et une dette résiduelle de 300 M€. Dans ce cas, l'investissement aurait été de 152 M€ pour 50% de la société, soit une valorisation induite de SOLOCAL de 305 M€. Compte tenu de la dette résiduelle et de la trésorerie, la valeur d'entreprise induite s'élevait à 533 M€.

La troisième marque d'intérêt prévoyait un investissement de l'acheteur à hauteur de 100 M€ pour une prise de participation de 20% dans le capital de la Société et une dette résiduelle de 300 M€. La valorisation induite de SOLOCAL par cette proposition s'établissait à 500 M€. Compte tenu de la dette résiduelle et de la trésorerie, la valeur d'entreprise induite s'élevait à 728 M€.

La valeur d'entreprise induite par ces offres non engageantes s'établit donc dans une fourchette post-restructuration de 533 M€ à 728 M€ (extériorisant un multiple d'EBITDA 2015 de SOLOCAL de 2x à 2,7x). Les offres prévoient **toutes** que la dette soit ramenée à un montant résiduel de 300 M€ à 400 M€ avant d'investir dans le Groupe. Autrement dit, aucune offre ne permet de déterminer une valeur de la Société avant restructuration.

Compte tenu de la dette financière qui s'élève à 1.164 M€ au 30 juin 2016 (dette brute au nominal), de son risque d'exigibilité et des incertitudes sur la valorisation dans un contexte de défaut, nous estimons que la valeur des fonds propres du groupe est aujourd'hui négative.

⁴² DDR 2015 de Solocal, page 157



3.3. Bris du covenant de levier financier

La Société n'a pas respecté le covenant de levier financier au 30 juin 2016 et a annoncé dans son communiqué du 28 septembre 2016 qu'elle ne devrait pas être en mesure de le respecter au 30 septembre 2016.

En pratique, si le plan de restructuration financière n'était pas adopté, les créanciers auraient la faculté de prononcer l'exigibilité immédiate et intégrale de la dette financière, ce qui placerait de facto la Société en situation de cessation des paiements.

Dans ce contexte, il est très difficile d'évaluer la Société en continuité d'exploitation dans l'hypothèse où le plan de restructuration financière ne serait pas réalisé.

Il est de même très compliqué d'évaluer la Société dans un contexte de liquidation, très difficile à simuler.

4. Approche d'évaluation de SoLOCAL après restructuration

4.1. Données de base pour l'évaluation de SoLOCAL

4.1.1. Structure du capital et nombre d'actions

Nos calculs sont réalisés sur la base du nombre d'actions en circulation au 30 juin 2016, à savoir 38.876.564 actions⁴³.

En ce qui concerne les plans de souscription, consentis avant 2014, il ressort qu'à fin décembre 2015, ces plans étaient tous potentiellement exerçables et portaient sur un total de 236.789 options. Cependant, compte tenu des prix d'exercice⁴⁴ de 99,39 € à 214,20 €, ces options sont toutes largement hors de la monnaie et les actions potentielles ne sont donc pas prises en compte dans le nombre d'actions utilisé pour nos calculs.

Concernant les deux plans d'attribution d'actions gratuites, consentis en 2014 et 2015, les critères de performance qui conditionnent l'acquisition définitive de ces actions (à fin juin 2016, un solde de 1.140.045 actions gratuites est potentiellement attribuable en 2017 et 2019), en particulier celles portant sur la croissance du chiffre d'affaires, ne sont à ce jour pas réunies pour que ces actions soient prises en compte dans nos calculs.

4.1.2. Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres post restructuration

L'ajustement permettant le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres a été déterminé sur la base des éléments de trésorerie et de dettes financières de SOLOCAL tels qu'ils figurent dans les comptes du Groupe au 30 juin 2016, et après prise en compte de la

⁴³ Nous n'avons pas retraité les actions auto-détenues car l'impact est jugé non significatif (86.788 actions d'auto détention à fin décembre 2015)

⁴⁴ ajusté post regroupement d'actions intervenu en octobre 2015



restructuration qui devra intervenir d'ici la fin de l'année⁴⁵, et intégrant les retraitements suivants⁴⁶ :

- Les engagements de retraite nets d'IS ont été considérés comme un élément de dette financière ;
- Les décaissements relatifs aux litiges sociaux (PSE ou prud'homaux) n'ont pas été pris en compte dans les flux de trésorerie du business plan (voir par ailleurs). Nous les avons alors considérés ici comme des éléments de dette financière.

La dette financière nette ajustée après restructuration est estimée à 417 M€ selon le détail suivant :

Calcul de la dette financière nette (En M€)	30/06/2016
Emprunts bancaires	783,6
Emprunts obligataires	337,8
Ligne de crédit revolving	43,8
Emprunts bruts au 30 juin 2016	1 165,2
Emprunts bruts post restructuration	400,0
Intérêts courus non échus	17,6
Autres dettes financières	5,0
Compléments de prix	1,9
Dettes de crédit-bail	0,7
Trésorerie et équivalent de trésorerie	(111,5)
Découverts bancaires	3,8
Engagements de retraite, nets d'IS	65,2
Provisions nettes d'IS (litiges fiscaux et sociaux)	34,0
Dette financière nette post restructuration	417

Source : Rapport financier 30 juin 2016

4.2. Cours de bourse et objectifs de cours des analystes

4.2.1. Analyse du cours de bourse

La Société a été introduite à la bourse de Paris en juillet 2004. Les actions sont actuellement cotées sur le compartiment B de l'Eurolist d'Euronext Paris (Code ISIN FR0012938884).

Le cours de bourse est un instrument de mesure du prix des actions de la Société librement négocié sous réserve d'un niveau de flottant et de liquidité suffisant, ainsi que de l'absence d'événements exceptionnels susceptibles de fausser l'évolution normale du cours.

La cotation a été suspendue du 1^{er} au 3 août 2016 inclus (annonces des premières modalités de la restructuration financière les 1^{er} et 3 août 2016). La cotation a également été suspendue le lundi 26 septembre 2016 et a repris le mercredi 28 septembre 2016 après la publication du communiqué sur la finalisation des termes du projet de plan de restructuration financière. Au 23 septembre 2016, dernier jour de cotation avant suspension, les volumes échangés sur le titre et les taux de rotation qui en découlent se présentent comme suit sur une période de 24 mois :

⁴⁵ Les créanciers parties à l'accord ont accepté, sous condition résolutoire de l'adoption du projet de restructuration financière, de renoncer à déclarer l'exigibilité anticipée de la dette financière de la Société au titre du non-respect du covenant de levier financier au 30 juin 2016

⁴⁶ Les intérêts minoritaires dont la valeur comptable au 31 décembre 2015 ressort à 79 K€, ont été jugés non significatifs



SoLocal SA - Analyse du cours de bourse

	Cours (€)	Volume moyen échangé (K unités)	Volume échangé cumulé (K unités)	Capital moyen échangé (K€)	Capital moyen cumulé (K€)	% du capital ⁽¹⁾		% du flottant	
						Volume échangé	Rotation du capital	Volume échangé	Rotation du flottant
Spot (23/9/2016)	2,53	615,700	615,700	1 556	1 556	1,59 %	1,59 %	1,79 %	1,79 %
Spot (29/07/2016)	3,40	550,150	550,150	1 870	1 870	1,42 %	1,42 %	1,59 %	1,59 %
CMPV 1 mois	2,45	275,706	6 341,230	674	15 506	0,71 %	16,37 %	0,80 %	18,39 %
CMPV 3 mois (60 jours de bourse)	2,63	330,737	20 836,410	871	54 863	0,85 %	53,79 %	0,96 %	60,41 %
CMPV 6 mois	3,22	300,299	38 138,000	966	122 649	0,78 %	98,46 %	0,87 %	110,07 %
CMPV 12 mois	4,96	323,663	82 533,950	1 604	408 961	0,84 %	213,07 %	0,93 %	237,26 %
CMPV 24 mois	10,03	313,457	159 863,250	3 144	1 603 598	0,81 %	412,70 %	0,88 %	448,70 %
CMPV 60 séances jusqu'au 29/07/16	3,05	327,242	19 634,540	997	59 807	0,84 %	50,69 %	0,95 %	56,71 %
CMPV depuis le 04/08/16	2,62	321,755	11 904,940	843	31 183	0,83 %	30,73 %	0,93 %	34,53 %
CMPV 6 mois jusqu'au 29/07/16	3,88	332,107	42 509,690	1 289	165 024	0,86 %	109,74 %	0,95 %	122,24 %

(1) : Calculé sur la base du nombre d'actions en circulation fourni par Capital IQ.

NB : sauf indication contraire, les CMPV sont calculés au 23/09/2016

Sources : Capital IQ et analyse Finexsi.

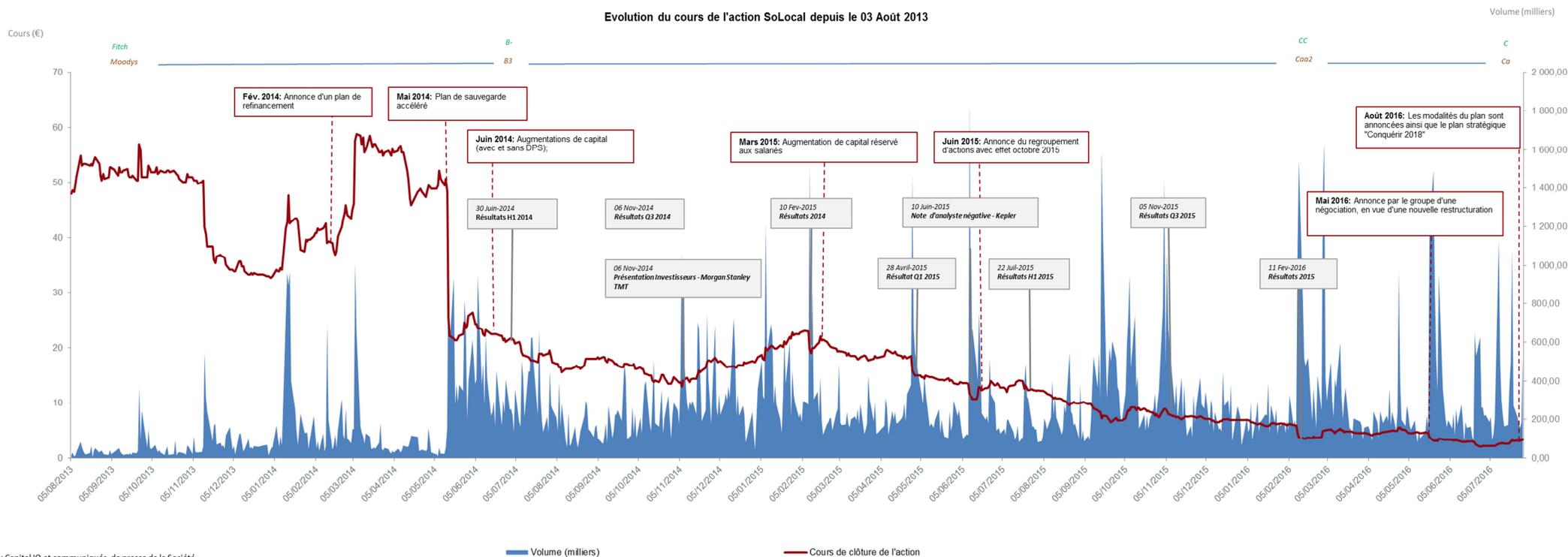
Sur les 12 derniers mois (antérieurs au 23 septembre 2016), le volume d'actions SOLOCAL échangé est de 82 533,950 milliers d'actions (soit environ 324 milliers d'actions / jour de cotation). Sur cette même période, la rotation du capital flottant s'est établie à 237,26%.

On peut remarquer que la rotation du flottant (le flottant représentant environ 88 % du capital) est supérieure à 100% sur la période de 6 mois précédant l'annonce des modalités de l'Opération (1^{er} août 2016).

En conséquence, la référence au CMPV 60 jours de bourse au 29 juillet 2016 (3,05 €) et celle au CMPV 6 mois au 29 juillet 2016 (3,88 €) sont très proches.

Le cours de bourse de l'action SOLOCAL GROUP SA a évolué comme suit sur les 36 derniers mois (cours tenant compte du regroupement d'actions intervenu en 2015 : 30 actions anciennes pour 1 nouvelle) :

Evolution du cours de l'action SoLocal depuis le 03 Août 2013



Sources : Capital IQ et communiqués de presse de la Société

Nous constatons que la tendance du cours de SOLOCAL SA est baissière depuis le mois de mai 2014 et l'annonce du plan de sauvegarde accélérée. Le cours a atteint son niveau le plus bas à 2,08€ (le 27 juin 2016). A compter de février 2014, la communication financière de SOLOCAL SA a porté sur :

- L'annonce d'un plan de refinancement (Communiqué du 13 février 2014),
- Un Plan de Sauvegarde Accélérée (A partir du communiqué du 9 avril 2014),
- Des augmentations de capital (Communiqué du 4 juin 2014 et communiqué du 6 mars 2015),
- Les résultats trimestriels, semestriels et annuels,
- L'annonce d'une nouvelle restructuration (Communiqué du 19 mai 2016) et ses modalités (Communiqué du 1^{er} août 2016).

Dans ce contexte, le cours de SOLOCAL SA a fortement chuté suite à l'annonce d'un Plan de Sauvegarde Accélérée, passant de 48,3 € le 14 mai 2014 à 21,6 € le 22 mai 2014 (ces cours tiennent compte du regroupement des actions de 30 pour 1 intervenu en 2015).

L'annonce des résultats semestriels 2014 a accentué la tendance baissière du cours. Ainsi la publication des résultats H1 2014 a engendré un retrait de 18% de la valeur qui atteignait 18,3 € le 14 juillet 2014.

Suite aux résultats Q3 2014 et la présentation aux investisseurs, le cours a augmenté passant de 13,8 € le 5 novembre 2014 à 18,2 € le 1er décembre 2014 ; l'action atteindra 23,1€ le 6 février 2015.

Cependant dès la publication des résultats de l'exercice 2014, soit le 10 février 2015, l'action recule de 20% et s'établit à 19,8 €.

Par la suite, il semble que la succession des annonces de résultats et la note d'analyste négative de Kepler du 10 juin 2015 aient conduit à un recul du cours. Ainsi, entre la communication Q1 2015 et la publication des résultats 2015, l'action a perdu 81% et s'élève à 3,5 € au 11 février 2016.

Constatation de la valeur de SOLOCAL par son cours de bourse

Comme nous l'avons vu auparavant, le cours est en constante diminution ces dernières années reflétant ainsi les difficultés financières de la Société et l'incertitude sur l'issue de la restructuration financière. Dans le cas présent, nous avons considéré trois références au cours de bourse qui nous apparaissent les plus représentatives et qui permettent d'obtenir la valeur des capitaux propres de SOLOCAL que le marché reconnaît aujourd'hui (sur la base d'un nombre total d'action de 38.876.564) :

- Le cours Spot au 23 septembre 2016 de 2,53 €/action faisant ressortir une valeur des capitaux propres de 98,4 M€ ;
- Le CMPV 1 mois de 2,45 €/action faisant ressortir une valeur des capitaux propres 95,2 M€ ;
- Le CMPV 3 mois (60 jours de cotation) de 2,63 €/action faisant ressortir une valeur des capitaux propres 102,2 M€.



L'évolution du cours, fortement négative, est la conséquence de deux effets qui se conjuguent : la baisse des performances opérationnelles et les difficultés entraînées par un fort endettement. Dans ce contexte, on pourrait analyser l'action SOLOCAL comme une option de la valeur d'entreprise sur la dette : le rapprochement d'échéances insurmontables grève progressivement la valeur-temps de l'action. D'un point de vue intrinsèque, la baisse des résultats opérationnels entraîne le recul de la valeur d'entreprise, et ce, même sur la base de multiples de valorisation inchangés, le poids de la dette procurant un fort effet de levier à la baisse.

Par conséquent, le cours ne reflète plus les fondamentaux du Groupe mais un arbitrage de l'ensemble du marché sur des scénarios relatifs à la survie de l'entreprise. Cet arbitrage reflète la difficulté d'évaluer la Société sur la base de son cours, très volatil en raison de la situation d'incertitude actuelle sur un éventuel défaut, ou sur sa restructuration sur des bases viables permettant une valorisation de ses actifs.

4.2.2. Analyse des cours cibles des analystes financiers

Les analystes financiers qui suivent le titre SOLOCAL donnent de façon plus ou moins détaillée, les informations sur les prévisions et établissent des évaluations multicritères, dans une perspective d'évolution du cours de bourse à un horizon 12 à 18 mois.

Le titre SOLOCAL fait l'objet d'un suivi de la part de vingt analystes. Dans ce contexte, nous avons retenu les dernières notes d'analystes suivantes, en distinguant celles émises avant et après l'annonce du 1^{er} août 2016 sur les modalités du plan de restructuration financière :

SoLocal - Suivi des analystes

Analyste	Dernière note disponible	Objectif de cours
CM-CIC	20/05/2016	3,50 €
HSBC	20/05/2016	1,80 €
ODDO Securities	20/05/2016	3,50 €
Gilbert Dupont	22/06/2016	3,50 €
Exane BNP Paribas	02/08/2016	1,60 €
Natixis	03/08/2016	7,00 €
Alpha Value	17/08/2016	2,58 €
Société Générale	06/09/2016	2,90 €

Annonce des modalités de la restructuration

Approche de la valeur par les objectifs de cours des analystes

Nous avons étudié l'évolution des objectifs de cours de chaque analyste depuis début 2016. Nous remarquons que ces objectifs de cours sont en constante diminution du fait principalement des rumeurs puis de l'officialisation de la restructuration financière dilutive.

En particulier, concernant les analystes ayant publié une note depuis l'annonce des modalités de la restructuration le 1^{er} août 2016, nous avons étudié l'impact de cette annonce :



SoLocal - Evolution des objectifs de cours

Analyste	Avant annonce des modalités		Après annonce des modalités		Impact de l'annonce des modalités sur l'objectif de cours
	Date	Objectif de cours	Date	Objectif de cours	
Exane BNP Paribas	20/05/2016	3,50 €	02/08/2016	1,60 €	(54)%
Natixis	26/05/2016	7,00 €	03/08/2016	7,00 €	-
Alpha Value			17/08/2016	2,58 €	
Société Générale	20/05/2016	4,80 €	06/09/2016	2,90 €	(40)%

Exane BNP Paribas et Société Générale intègrent ces modalités en dégradant leurs objectifs de cours de respectivement 54% et 40%.

Concernant Alpha Value, nous ne disposons pas d'une note pré-annonce des modalités de restructuration. Cependant, l'objectif de cours se situe dans la fourchette de celui d'Exane BNP Paribas et Société Générale. Nous considérons alors que cet objectif intègre bien cette annonce des modalités de restructuration.

Concernant Natixis, l'objectif de cours était de 7 € en mai 2016 (après l'annonce du principe d'une restructuration financière à venir). Au 3 août 2016, soit après l'annonce des modalités de cette restructuration, l'objectif reste inchangé. Nous considérons alors que cet objectif qui n'intègre manifestement pas toutes les modalités de la restructuration conduit à une valorisation incohérente de la Société qui n'est partagée par aucun autre analyste. Nous l'avons donc exclue de notre analyse.

Nous obtenons alors une moyenne des objectifs de cours considérés à 2,36 €/action. En l'absence de précisions sur la façon dont la dilution a été appréhendée par les analystes, et donc sur le nombre total d'actions retenu par eux, nous ne pouvons déterminer de façon sûre la valeur induite des capitaux propres post-restructuration.

Pour autant, nous observons que les analystes reconnaissent un potentiel de valeur et anticipent l'aboutissement d'un plan de restructuration dilutif pour les actionnaires, mais pas un scénario de défaut.

4.3. Méthodes d'évaluation écartées

4.3.1. Actif net comptable consolidé

L'actif net comptable n'est généralement pas considéré comme représentatif de la valeur intrinsèque de l'entreprise. Il n'intègre pas, en effet, les perspectives de croissance et de rentabilité, ni les éventuelles plus-values sur éléments d'actifs.

Nous rappelons ici que l'actif net comptable consolidé (part du groupe) au 31 décembre 2015 et au 30 juin 2016 sont négatifs, respectivement de (1.328) M€ et (1.310) M€.



4.3.2. La valeur de rendement (capitalisation du dividende)

Cette méthode consiste à valoriser la société à partir de la valeur actuelle de ses dividendes futurs. Elle ne peut être retenue que pour les sociétés qui bénéficient d'une capacité de distribution significative avec des taux de distribution réguliers et prévisibles.

Depuis 2012, SOLOCAL GROUP SA n'a pas distribué de dividendes. Par ailleurs, compte tenu de sa situation financière, la société n'est pas en mesure de distribuer des dividendes à moyen terme.

L'évaluation par la méthode des dividendes ne peut donc pas être mise en œuvre.

4.4. Méthodes d'évaluation retenues

4.4.1. Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie

Cette méthode consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'une entreprise par l'actualisation des flux de trésorerie d'exploitation issus de son plan d'affaires à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité du marché vis-à-vis de l'entreprise, en tenant compte d'une valeur de sortie à l'horizon de ce plan.

La mise en œuvre de cette méthode ne peut s'envisager que dans un contexte de continuité d'exploitation, qui suppose la restructuration préalable de la dette.

Nous avons mis en œuvre cette méthode sur la base du plan d'affaires établi par la direction du groupe. Ce plan d'affaires, établi fin 2015, a été entre temps ajusté pour prendre en compte les conclusions d'un rapport stratégique établi en avril 2016 par un cabinet de conseil stratégique indépendant. Ce plan ajusté a été présenté au Conseil d'Administration du 25 avril 2016 puis revu par un cabinet d'audit indépendant. Les principales tendances ont été communiquées au marché lors de l'Investor Day du 31 août 2016.

4.4.2. Méthode des comparables boursiers

La méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par application de multiples observés sur un échantillon d'autres sociétés cotées du même secteur d'activité, aux agrégats jugés pertinents.

Compte tenu de la période de transition du groupe SOLOCAL, il n'existe pas de société qui lui soit pleinement comparable, en termes d'évolution de chiffre d'affaires et de niveau de marge notamment.

A ce titre, cette méthode n'a été mise en œuvre qu'à titre illustratif.

Nous avons identifié 7 sociétés dont l'activité et le marché ont été jugés les plus comparables à ceux de SOLOCAL et dont les données prévisionnelles étaient disponibles.

Nous avons retenu l'EBITDA⁴⁷, agrégat usuellement examiné et considéré comme l'agrégat le plus pertinent car il permet de limiter l'impact des distorsions résultant de politiques

⁴⁷ EBITDA : résultat opérationnel courant + dotations aux amortissements et provisions nettes des reprises.



d'amortissements différentes entre les sociétés de l'échantillon. Nous avons appliqué, aux EBITDA estimés pour 2016 et 2017 de SOLOCAL, les multiples observés sur les mêmes périodes pour les sociétés de l'échantillon.

4.4.3. Transactions comparables

La méthode des transactions comparables repose sur l'analyse des multiples extériorisés lors des opérations de rachat total ou partiel d'entreprises intervenues dans le secteur d'activité de l'entité évaluée. Cette approche est limitée par la difficulté à disposer d'une information complète sur les cibles et les conditions des transactions.

Pour les mêmes raisons que pour les comparables boursiers, cette méthode n'a été mise en œuvre qu'à titre illustratif.

Sur les 4 dernières années, nous avons recueilli des informations publiques exploitables sur 5 transactions concernant des sociétés évoluant dans le même secteur que la société SOLOCAL.

Dans le contexte, il convient d'être prudent sur la référence à une approche par les comparables, laquelle suppose également de se situer dans une perspective de continuité d'exploitation. Au-delà, il faut également souligner la limite de l'approche sur la comparabilité des sociétés ou transactions observées, SOLOCAL étant en mutation ce qui n'est pas le cas de la plupart des autres sociétés.

4.5. Mise en œuvre de la valorisation de la société SOLOCAL

4.5.1. Méthodes d'évaluation retenues à titre principal

4.5.1.1. *L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels*

Hypothèses retenues au titre du plan d'affaires

Le business plan retenu se base sur le business plan 2016-2018 élaboré par la direction puis analysé par des cabinets de conseil indépendants, comme nous l'avons évoqué précédemment. Il repose sur l'hypothèse que le plan de restructuration financière est effectif d'ici la fin de l'année 2016 et que la flexibilité financière retrouvée permettra au Groupe de mettre en œuvre son plan stratégique « Conquérir 2018 », grâce entre autres à une politique d'investissements cohérente avec les profils de croissance et de rentabilité escomptés. Il suppose donc de s'inscrire dans une perspective de continuité d'exploitation, et traduit la stratégie du management actuel. Ce plan stratégique a pour ambition d'accélérer la croissance Internet d'ici 2018, avec un taux de marge EBITDA récurrent/ CA durablement compris entre 28% et 30% pour l'ensemble des activités.

Le business plan prévoit une croissance annuelle moyenne de l'activité Internet de l'ordre de 6% sur 2016-2018, alors qu'il s'est élevé à plus de 7% sur la période 2009-2012. Concernant la rentabilité, il est attendu sur l'horizon du business plan une stabilisation du taux de marge EBITDA récurrent/ CA au niveau réalisé en 2015.

Ce business plan est basé sur la constatation de la capacité du Groupe à prendre des parts de marché dans le domaine du digital. Il constitue néanmoins un pari sur l'accélération de la



croissance Internet à un niveau permettant d'assurer le relais de la réduction de l'activité Imprimés.

Les résultats semestriels 2016, ainsi que l'analyse de l'activité à fin août 2016 ne remettent pas en cause les hypothèses de niveau d'activité et de rentabilité pour l'année 2016 du business plan.

Dans ce cadre, pour la période 2015 à 2018, nous avons vérifié la cohérence de l'évolution des principales lignes du compte du résultat selon les principales hypothèses suivantes :

- Activités Internet :
 - Le nombre de clients du Search Local s'est érodé ces dernières années sous l'effet entre autres d'un contexte économique défavorable et d'un investissement insuffisant en publicité et recherche de contrats. Sur la période du business plan étudié, les investissements en communication, en force de vente, et en amélioration de la qualité des services devraient permettre de stabiliser le nombre de clients, puis de le faire progresser. La croissance de l'ARPA⁴⁸ des activités Search Local sera en ligne avec la croissance moyenne constatée entre 2011 et 2015.
 - Les activités Marketing Direct ont bénéficié en 2015 d'une forte croissance de l'ARPA, ainsi que d'un bon taux de pénétration⁴⁹. Le business plan suppose que le taux de pénétration des clients continuera à progresser. L'ARPA sur cette activité continuera également de croître. Elles bénéficieront également d'une amélioration du taux de pénétration grâce au déploiement d'une nouvelle gamme d'offres, rendu possible par la hausse des investissements.
 - La marge brute de ces activités est fixée au niveau de la marge brute 2015.
- Activités Imprimés & Vocal :
 - L'activité Imprimés & Vocal connaît depuis 10 ans une décroissance de plus en plus significative de son chiffre d'affaires. Cette activité est attendue en décroissance moyenne de l'ordre de celle publiée en 2015 ;
 - Les coûts directs de ces activités diminuent à un rythme moins rapide que la baisse du chiffre d'affaires, entraînant une réduction de la marge brute de ces activités.
- Les coûts commerciaux et autres charges indirectes décroissent à un rythme modéré.
- Ainsi le taux de marge d'EBITDA récurrent généré par le Groupe devrait se stabiliser entre 28% et 30% sur l'horizon du business plan, contre 31% sur les deux dernières années.
- L'assainissement de la structure financière permettra d'investir davantage lors des prochains exercices (entre 73 M€ et 75 M€). Les dotations aux amortissements ont été considérées égales aux CAPEX.
- Le ratio BFR/CA reste relativement stable sur la période.
- Un taux d'impôt sur les sociétés de 34,43 %. Les décaissements d'impôts prennent en compte l'impact de la CVAE et du CICE.

⁴⁸ Average Revenue Per Advertiser (revenu moyen par annonceur)

⁴⁹ proportion de clients « Search Local » qui sont également clients « Marketing digital »



Les prévisions de décaissements liées au contentieux PSE 2013 sont appréhendées dans le plan d'affaires communiqué par la Société mais l'horizon du plan d'affaires ne permettant pas d'appréhender la totalité des décaissements, nous avons annulé ces décaissements des flux du Business plan et les avons pris en compte dans le montant de la dette nette retraitée (cf. §4.1.2).

Nous avons prolongé le business plan de deux années, afin d'obtenir une valeur terminale représentative des caractéristiques de croissance et de rentabilité du Groupe, sur la base des hypothèses suivantes :

- Le CA « Imprimé & Vocal » sera stable par rapport à 2018 (hypothèse médiane supposant la stabilisation de cette activité à un niveau suffisant pour couvrir les coûts fixes afférents) ;
- Une réduction progressive de la croissance du CA « Internet » sur les exercices 2019 et 2020 pour atteindre une croissance normative de 1% ;
- Le taux de marge d'EBITDA récurrent (égale au taux de marge d'EBITDA) s'établit à 29% en ligne avec les attentes du management ;
- Les CAPEX et les amortissements restent stables sur la période à environ 72 M€ ;
- Le BFR est négatif et représente -38% du CA ;
- Un taux d'IS de 34,43%. Par ailleurs, les calculs d'impôts prennent en compte les impacts du CICE et de la CVAE.

Travaux d'évaluation :

- Le flux normatif a été déterminé par référence au flux 2020. La Valeur Terminale correspondante a été déterminée selon la formule de Gordon-Shapiro, avec un taux de croissance à l'infini de 1%.
- Cette valeur terminale, qui représente 68% de la valeur d'entreprise totale, extériorise un multiple d'environ 6 fois l'EBITDA, qui nous semble raisonnable pour une société qui aurait réussi sa transformation digitale et sa restructuration financière.

Taux d'actualisation

Nous avons retenu le coût moyen pondéré du capital de la société pour actualiser les flux futurs de trésorerie. Ce coût a été estimé à 9,7%⁵⁰ sur la base :

- d'un taux sans risque de 0,57% correspondant au taux moyen OAT TEC 10 ans (moyenne 1 an calculée au 16 septembre 2016 - source : Banque de France) ;
- d'une prime de risque de marché de 7,35% (source : moyenne 1 an de la prime de risque Associés en Finance au 16 septembre 2016) ;
- d'un bêta désendetté des comparables de 1,07 (source : Capital IQ au 23 septembre 2016) ;
- d'un ratio dettes / capitalisation (« gearing ») après restructuration de 33,5% ;
- d'une prime de risque spécifique de 1% liée au risque d'exécution du plan stratégique « Conquérir 2018 » ;
- d'un taux d'IS de 34,43%.

⁵⁰ Ce taux est supérieur à ceux retenus par la société pour l'impairment test des titres PagesJaunes



Sur la base de ces hypothèses, la **valeur d'entreprise** selon la méthode DCF, ressort en valeur centrale à **1.544 M€**. Nous avons modélisé la sensibilité de cette valeur aux variations du taux de croissance à l'infini (pas de 0,25%) et du taux d'actualisation (pas de 0,5%) :

		Taux de croissance				
		0,5%	0,75%	1,0%	1,25%	1,5%
Taux d'actualisation	8,7%	1 644	1 691	1 742	1 796	1 854
	9,2%	1 553	1 594	1 639	1 686	1 737
	9,7%	1 468	1 505	1 544	1 585	1 629
	10,2%	1 399	1 432	1 467	1 504	1 543
	10,7%	1 334	1 364	1 395	1 428	1 463

Compte tenu de la dette financière nette après restructuration permettant la mise en œuvre du business plan supportant le DCF (417 M€), la valeur centrale des fonds propres du Groupe ressort à 1.127 M€.

4.5.2. Méthodes d'évaluation retenues à titre illustratif

4.5.2.1. Méthode des comparables boursiers

Compte tenu de la période de transition du groupe SOLOCAL, il n'existe pas de société qui lui soit pleinement comparable.

La mutation du groupe SOLOCAL d'une activité imprimée vers une activité internet est aujourd'hui bien avancée. En 2015, l'activité en ligne représentait 73% du chiffre d'affaires et il est attendu qu'en 2018 elle représentera près de 90% des revenus du groupe. Compte tenu de l'incertitude qui pèse sur l'avenir du segment Imprimés au sein du groupe SOLOCAL, nous avons considéré qu'une approche par la somme des parties, en appliquant un multiple spécifique à l'EBITDA du segment Imprimés n'était pas pertinent.

A ce titre, nous avons mis en œuvre la méthode des comparables boursiers sur la base des agrégats globaux du Groupe. Les sociétés comparables sont des sociétés ayant essentiellement une activité online. Nous avons ainsi identifié les sociétés cotées suivantes⁵¹ et nous avons obtenu les multiples présentés sur la base des agrégats estimés issus des consensus d'analystes pour 2016 et 2017 :

⁵¹ Cf. présentation de ces sociétés en Annexe 2



En millions €	Activité	Pays	Dernière Cloture	Capitalisation Boursière en m€	Valeur d'entreprise	Multiples d'EBITDA	
						2016e	2017e
Yelp Inc.		Etats-Unis	31/12/2015	2 630	2 271	24,11x	16,57x
Italiaonline S.p.A.		Italie	31/12/2015	240	138	n.a.	n.a.
Axel Springer SE		Allemagne	31/12/2015	4 966	6 261	10,57x	9,88x
Yellow Pages Limited		Canada	31/12/2015	396	707	4,38x	4,43x
Trinity Mirror plc		Royaume Uni	27/12/2015	330	384	2,01x	2,01x
Tamedia AG		Suisse	31/12/2015	1 594	1 918	9,70x	9,39x
Triboo Media S.p.A.		Italie	31/12/2015	38	29	2,84x	2,49x

Activité digitale Activité publishing

Source: Capital IQ

Echantillon

Moyenne	8,93x	7,46x
Médiane	7,04x	6,91x

L'échantillon retenu fait ressortir des multiples hétérogènes, qui traduisent des profils de croissance et de rentabilité très différents, confirmant la difficulté d'identifier des sociétés véritablement comparables à SOLOCAL.

En appliquant les multiples médians aux EBITDA estimés par le management sur les années 2016 et 2017 du business plan après restructuration, la valeur d'entreprise ressort dans une fourchette de 1.517 M€ à 1.612 M€. Compte tenu de la dette financière nette (417 M€), la valeur des fonds propres du Groupe serait comprise entre 1.100 M€ et 1.196 M€.

Cette approche doit être considérée avec une très grande prudence, dans la mesure où SOLOCAL est une société en transition, dans un environnement concurrentiel très actif et évolutif. Cette rationalisation suppose que la Société sache maintenir en valeur absolue un même niveau de marge d'EBITDA, en restaurant un modèle de croissance équivalent à ceux des sociétés de l'échantillon. A ce titre, l'application de multiples qui anticipent des facteurs de croissance doit être considérée avec prudence.

4.5.2.2. Méthode des transactions comparables

Nous avons identifié et analysé 14 transactions récentes (dans les quatre dernières années) opérées sur des sociétés appartenant aux secteurs sur lesquels évolue SOLOCAL et portant sur la majorité du capital des cibles. Sur ces 14 transactions, nous n'avons pu obtenir d'informations exploitables que pour 5 d'entre elles.

Les multiples ont été obtenus sur la base des agrégats issus des derniers comptes clos de la société cible, disponibles à la date de l'acquisition. Le détail des multiples par transaction est le suivant :



SoLocal - Multiples observés sur des transactions comparables

Date d'annonce	Acquéreur	Cible	Pays	% Acquis	Valeur d'entreprise	EV/EBITDA
août-16	Randstad	Monster	US	100,0%	295	5,2 x
mai-15	Verizon Communications Inc.	AOL Inc.	US	100,0%	4 243	9,8 x
avr.-15	Zoopla Property	uSwitch	United Kingdom	100,0%	160	7,8 x
oct.-14	NEXT Co	Trovit Search SL	Espagne	100,0%	80	13,6 x
juin-12	Moneysupemarket.com Group PLC	MoneySavingExpert.com Limited	UK	100,0%	88	6,9 x

Echantillon

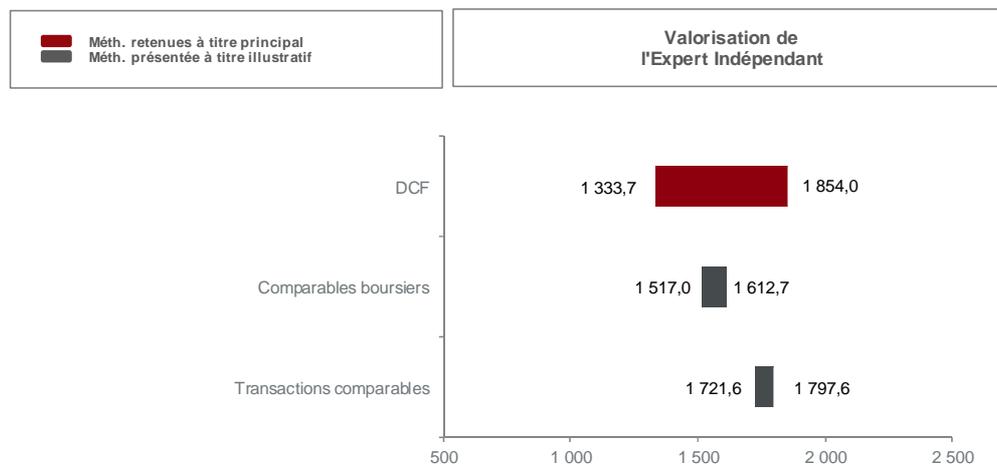
Moyenne	8,66x
Médiane	7,84x

En appliquant les multiples médians aux EBITDA estimés par le management sur les années 2016 et 2017 du business plan après restructuration, la valeur d'entreprise ressort dans une fourchette de 1.722 M€ à 1.798 M€. Compte tenu de la dette financière nette (417 M€), la valeur des fonds propres du Groupe serait comprise entre 1.305 M€ et 1.381 M€.

De même que pour les comparables boursiers, il faut relever que cette approche doit être considérée avec une très grande prudence, SOLOCAL étant une société en transition, intervenant dans un environnement très concurrentiel et évolutif. Retenir les multiples de l'échantillon suppose que la Société sache maintenir en valeur absolue un même niveau de marge d'EBITDA, en restaurant un modèle de croissance équivalent à ceux des sociétés de l'échantillon. Là encore, l'application de multiples anticipant des niveaux de croissance doit être considérée avec prudence.

4.6. Synthèse des éléments d'appréciation de la valeur du Groupe post restructuration

Le tableau ci-dessous résume les fourchettes de **valeurs d'entreprise** de SOLOCAL post restructuration, estimées selon les méthodes d'évaluation que nous avons mises en œuvre :





Compte tenu d'une dette résiduelle de 417 M€, les **capitaux propres** de SOLOCAL peuvent être estimés dans une fourchette de 916,9 M€ à 1.437,2 M€.

Il convient de souligner que ces valeurs reposent sur des prévisions d'activités et de résultats, par définition aléatoires, qu'il convient de prendre avec d'autant plus de prudence que SOLOCAL est une société en mutation intervenant sur un secteur en évolution permanente.

En particulier, la valeur issue de la méthode du DCF repose sur la réalisation du business plan du management, ce qui suppose la réussite du plan stratégique « Conquérir 2018 » et constitue donc un pari.

La **valeur d'entreprise** que nous retenons pour effectuer nos simulations ci-après, soit **1.550 M€** (cf. §5.3.), proche de la valeur centrale du DCF, nous sert de référence pour apprécier l'équité de l'Opération.

5. Analyse financière de l'Opération

5.1. Analyse de la structure financière post Opération

Comme il a été indiqué § 2.2.1, le projet de restructuration financière de SOLOCAL s'articule autour de 3 volets :

- Un renforcement des fonds propres, qui se traduirait par une augmentation de capital ouverte et une émission d'ABSA réservée (ainsi que par l'émission éventuelle de MCB) ;
- une réduction des deux tiers de la dette, de 1.164 M€ à 400 M€ ;
- une attribution gratuite d'actions aux actionnaires.

Les effets des différentes étapes de ce projet de restructuration sur la dette brute et sur les fonds propres de SOLOCAL sont détaillés dans les paragraphes suivants.

L'augmentation de capital avec DPS porte sur un montant exact de 399.873.230 €⁵² est présenté de façon arrondie à 399,9 M€ dans les tableaux qui suivent.

5.1.1. Incidence de l'Opération sur la dette brute

Relevons ici que, pour les développements qui figurent dans ce rapport pour ce qui concerne la dette financière du groupe, nous retenons le montant de la dette financière pour son montant nominal, indépendamment de son montant à établir selon les règles IFRS.

Le protocole d'accord porte sur le refinancement de la dette bancaire et obligataire, dont le montant nominal à fin juin 2016 s'élève à 1.164 M€. Le tableau ci-dessous présente l'impact des étapes de la restructuration, qui conduisent à ramener la dette brute résiduelle à un montant nominal de 400 M€ après l'Opération.

⁵² Soit $38.876.564 \times 72/7 = 399.873.230$ actions souscrites à 1€

Evolution de la dette brute

en millions		% de souscription des actionnaires à l'augmentation de capital DPS				
		0%	25%	50%	75%	100%
Augmentation de capital avec maintien du DPS (400 millions d'actions à 1€)						
Remboursement de la dette avec la trésorerie générée	[a]	-	80,0	179,9	279,9	379,9
Conversion des créances en capital (M€)	[b]	399,9	299,9	199,9	100,0	-
Augmentation de capital réservée						
Nombre d'actions souscrites par les créanciers (M€)		76,8	78,5	79,8	81,2	81,2
Sur la base d'un prix de souscription de (€)		2,14	3,19	3,98	4,73	4,73
Montant des créances converties en capital (M€)	[c]	164,1	250,8	317,4	384,1	384,1
Attribution des MCB						
Créances converties en capital (nominal des MCB) (M€)	[d]	200,0	133,4	66,7	-	-
Dette brute initiale à restructurer (M€)		1 164,0	1 164,0	1 164,0	1 164,0	1 164,0
Remboursement de la dette (souscription en numéraire)	[a]	-	(80,0)	(179,9)	(279,9)	(379,9)
Conversion totale des créances en capital	[b+c+d]	(764,0)	(684,0)	(584,1)	(484,1)	(384,1)
Dette brute résiduelle avant exercice des BSA (M€)		400,0	400,0	400,0	400,0	400,0
Exercice des BSA						
Nombre de BSA attribués aux créanciers		44,6	87,9	121,2	154,6	154,6
Trésorerie correspondante (prix d'exercice 2,0 €)		89,1	175,8	242,4	309,1	309,1
Total de la trésorerie générée par les BSA		89,1	175,8	242,4	309,1	309,1

Le prix de souscription des MCB devra être libéré intégralement lors de la souscription par compensation avec des créances. Ces MCB sont des obligations subordonnées convertibles et peuvent être considérés comme des quasi-fonds propres, raison pour laquelle ces titres « hybrides » ne sont pas intégrés dans le calcul de la dette résiduelle.

Avant les exercices de BSA, les différentes étapes de la restructuration conduisent à une réduction de la dette brute d'un montant nominal de 764 M€ (passage de 1.164 M€ à 400 M€⁵³).

Cette réduction de 764 M€ est la conséquence d'un remboursement de la dette compris entre 0 € et 380 M€, le solde provenant de la compensation de créances dans le cadre de la garantie de l'augmentation de capital avec DPS, de l'augmentation de capital réservée et de l'émission des MCB.

La trésorerie issue des exercices éventuels des BSA par les créanciers, sur une période de 5 ans (soit un montant total compris entre 89 M€ et 309 M€), pourra être affectée à des opérations de financement autres que le remboursement de la dette. C'est la raison pour laquelle cette trésorerie future n'est pas retranchée de la dette brute post-Opération dans le tableau ci-dessus.

On peut relever que le montant maximum de cette trésorerie (309 M€) pourrait permettre le remboursement d'une grande partie de la dette résiduelle de 400 M€.

Le Levier de la Société⁵⁴ passerait de 4,2x à fin 2015 à 1,5x post Opération.

En ce qui concerne les termes de la dette résiduelle, la proposition de compromis du mandataire *ad hoc* prévoit notamment un remboursement *in fine* au bout de 5 ans et un taux d'intérêt, déterminé en fonction du Ratio de levier, qui ressortirait sur la base du business plan du

⁵³ Nous ne présumons pas de la valeur à laquelle cette dette sera inscrite selon les principes IFRS dans les comptes consolidés

⁵⁴ Dette financière / EBITDA



management, entre 6% et 8% sur la période 2017 à 2019, contre un taux moyen pondéré actuel⁵⁵ d'environ 5%.

Il est également prévu l'adaptation des covenants financiers (Ratio de levier < 3,5 et Ratio d'intérêt > 3) ainsi qu'une limitation du niveau annuel de capex à 10% du chiffre d'affaires si le Ratio de Levier est supérieur à 1,5x.

Les montants de charges d'intérêts et le respect des covenants sont compatibles avec les flux prévisionnels du Business plan.

5.1.2. Incidence de l'Opération sur les fonds propres

De la même manière, l'incidence des différentes étapes de l'Opération sur les fonds propres de la Société, se présente de la manière suivante :

en millions		% de souscription des actionnaires à l'augmentation de capital				
		DPS				
		0%	25%	50%	75%	100%
Capitaux propres à fin juin 2016	[a]	(1 310,0)	(1 310,0)	(1 310,0)	(1 310,0)	(1 310,0)
Augmentation de capital avec maintien du DPS (400 millions d'actions à 1€)						
Souscription en numéraire		-	100,0	199,9	299,9	399,9
Conversion des créances en capital	[b]	399,9	299,9	199,9	100,0	-
Augmentation de capital réservée						
Nombre d'actions souscrites par les créanciers		76,8	78,515	79,8	81,2	81,2
Sur la base d'un prix de souscription de		2,14	3,19	3,98	4,73	4,73
Montant des créances converties en capital	[c]	164,1	250,8	317,4	384,1	384,1
Attribution des MCB						
Créances converties en capital (nominal des MCB)	[d]	200,0	133,4	66,7	-	-
Capitaux propres calculés après Opération	=[a+b+c+d]	(546,0)	(526,0)	(526,0)	(526,0)	(526,0)
dont capitaux levés par la souscription en numéraire		-	100,0	199,9	299,9	399,9
dont conversion totale des créances en capital		764,0	684,0	584,1	484,1	384,1
Exercice des BSA						
Nombre de BSA attribués aux créanciers		44,6	87,9	121,2	154,6	154,6
Exercice des BSA créanciers (prix d'exercice 2,0 €)		89,1	175,8	242,4	309,1	309,1
Total exercice BSA		89,1	175,8	242,4	309,1	309,1
Capitaux propres après exercice des BSA		(456,9)	(350,2)	(283,6)	(216,9)	(216,9)

Comme indiqué ci-avant, les MCB s'analysent comme des fonds propres.

A fin juin 2016, les fonds propres de la Société s'établissent à -1.310 M€. Ils devraient être ramenés à -526 M€⁵⁶ après restructuration et avant exercice des BSA.

Il convient de relever que les fonds propres de la Société post-restructuration resteront négatifs et nécessiteraient, avant exercice des BSA, environ 5 années de cash-flow libre⁵⁷ pour redevenir positifs.

⁵⁵ Taux moyen pondéré de la dette bancaire (4%) et des obligations (8,9%)

⁵⁶ ou -546 M€ dans le cas d'une souscription en numéraire nulle

⁵⁷ Sur la base d'un cash-flow libre annuel de 90 M€, tel que communiqué par la Société lors de l'Investor Day

5.2. Incidence de l'Opération sur la situation de l'actionnaire en termes de dilution

Le tableau ci-dessous reprend les évolutions du nombre de titres que détiennent les actionnaires et les créanciers à la suite de chaque étape de la restructuration :

en millions	% de souscription actionnaires à l'augmentation de capital DPS				
	0%	25%	50%	75%	100%
Nombre d'actions initial	38,9	38,9	38,9	38,9	38,9
Augmentation de capital avec maintien du DPS (400 millions d'actions à 1€) et attribution d'actions gratuites (38,9 millions d'actions)					
Nombre d'actions souscrites par les actionnaires	-	100,0	199,9	299,9	399,9
Nombre d'actions souscrites par les créanciers	399,9	299,9	199,9	100,0	-
Après cette étape : nombre d'actions total	438,7	438,7	438,7	438,7	438,7
Nombre d'actions détenues par les actionnaires soit (% du total)	38,9 8,9%	138,8 31,6%	238,8 54,4%	338,8 77,2%	438,7 100,0%
Nombre d'actions détenues par les créanciers soit (% du total)	399,9 91,1%	299,9 68,4%	199,9 45,6%	100,0 22,8%	- 0,0%
Attribution d'actions gratuites aux actionnaires	38,9	38,9	38,9	38,9	38,9
Après cette étape : nombre d'actions total	477,6	477,6	477,6	477,6	477,6
Nombre d'actions détenues par les actionnaires soit (% du total)	77,8 16,3%	177,7 37,2%	277,7 58,1%	377,7 79,1%	477,6 100,0%
Nombre d'actions détenues par les créanciers soit (% du total)	399,9 83,7%	299,9 62,8%	199,9 41,9%	100,0 20,9%	- 0,0%
Augmentation de capital réservée					
Nombre d'actions souscrites par les créanciers	76,8	78,5	79,8	81,2	81,2
Sur la base d'un prix de souscription de	2,14	3,19	3,98	4,73	4,73
Montant levé (M€)	164,1	250,8	317,4	384,1	384,1
Après cette étape : nombre d'actions total	554,4	556,1	557,5	558,8	558,8
Nombre d'actions détenues par les actionnaires soit (% du total)	77,8 14,0%	177,7 32,0%	277,7 49,8%	377,7 67,6%	477,6 85,5%
Nombre d'actions détenues par les créanciers soit (% du total)	476,7 86,0%	378,4 68,0%	279,8 50,2%	181,2 32,4%	81,2 14,5%
Attribution des MCB					
Montant nominal des MCB attribués aux créanciers	200,0	133,4	66,7	-	-
Nombre d'actions correspondant (nominal de 2€)	100,0	66,7	33,4	-	-
Après cette étape : nombre d'actions total	654,4	622,8	590,8	558,8	558,8
Nombre d'actions détenues par les actionnaires soit (% du total)	77,8 11,9%	177,7 28,5%	277,7 47,0%	377,7 67,6%	477,6 85,5%
Nombre d'actions détenues par les créanciers soit (% du total)	576,7 88,1%	445,1 71,5%	313,1 53,0%	181,2 32,4%	81,2 14,5%
Prix de souscription moyen par les créanciers (€)	1,32	1,54	1,87	2,67	4,73
Attribution des BSA					
Nombre de BSA attribués aux créanciers	44,6	87,9	121,2	154,6	154,6
En dilution totale					
Nombre d'actions total	699,0	710,7	712,0	713,4	713,4
Nombre d'actions détenues par les actionnaires soit (% du total)	77,8 11,1%	177,7 25,0%	277,7 39,0%	377,7 52,9%	477,6 67,0%
Nombre d'actions détenues par les créanciers soit (% du total)	621,2 88,9%	533,0 75,0%	434,3 61,0%	335,7 47,1%	235,7 33,0%

Ce tableau appelle les commentaires suivants :

- La présente Opération est structurée sur la base d'une augmentation de capital ouverte aux actionnaires existants, à un prix décoté de 1 €. Pour autant, il nous a semblé



pertinent pour apprécier la situation de l'actionnaire d'envisager différents niveaux de souscription, la souscription intégrale ne nous paraissant pas constituer le scénario central.

- Dans ce contexte, le scénario le plus « stressé » est celui dans lequel l'actionnaire ne souscrit pas à l'augmentation de capital, et qui présente la dilution potentielle maximum pour l'actionnaire. Dans cette hypothèse, les anciens actionnaires détiendraient post Opération 11,9 % du capital avant exercice des BSA (et 11,1% du capital après exercice des BSA créanciers). Ce niveau de dilution maximale peut paraître important mais il est comparable à ceux observés lors d'opérations de restructuration récentes⁵⁸. De plus, il convient de relever que :
 - 4 actionnaires représentant environ 15 % du capital de la Société, ont annoncé leur soutien au plan de restructuration le 1^{er} août 2016 et leur intention d'y participer. Si le niveau de souscription ne dépassait pas ces 15% (qui peut représenter un plancher), la dilution maximum passerait de 11,1% à 19,4 %⁵⁹.
 - La dilution maximum de 11,1 % est essentiellement liée au résultat de l'augmentation de capital avec DPS (à laquelle les actionnaires peuvent souscrire s'ils ne souhaitent pas être dilués), et moins aux augmentations de capital réservées aux créanciers, puisque le poids relatif de l'augmentation de capital avec DPS se situe entre 69% et 83% du montant total des actions à émettre⁶⁰, contre 17% à 31% pour les augmentations de capital réservées.

5.3. Incidence de l'Opération sur la situation de l'actionnaire en termes de création de valeur

Nous avons simulé l'incidence de l'Opération sur le patrimoine d'un actionnaire qui détiendrait 100 actions avant l'Opération.

Compte tenu de la complexité des modalités de l'Opération, nous constatons que la situation d'un actionnaire ne dépend pas seulement de son niveau de souscription à l'augmentation de capital avec maintien du DPS, mais également du pourcentage de souscription collectif des actionnaires à ladite augmentation de capital.

De la même manière, le cours de l'action SOLOCAL post-opération dépend du nombre d'actions total à l'issue de l'Opération, lequel est fonction du comportement collectif des actionnaires. Il ne faut donc pas raisonner à partir d'un cours cible, mais sur la base de la valeur d'entreprise estimée de la Société post-opération⁶¹ et d'une dette résiduelle, pour en déduire les cours théoriques correspondant à chaque situation simulée. Nous avons retenu (i) une valeur d'entreprise de **1.550 M€**, correspondant environ à la valeur moyenne obtenue selon la méthode d'évaluation DCF mise en œuvre ci-avant (cf. § 4.4.1.), (ii) ainsi qu'une dette de montant nominal de **417 M€** (avant exercice des BSA).

⁵⁸ Restructuration financière de Latécoère en septembre 2015 : 12% ; d'Eurodisney en décembre 2014 : 5% ; de Gascogne en août 2014 : 10%.

⁵⁹ Soit 137,47 millions d'actions sur 709,95 millions d'actions, avant exercice des BSA.

⁶⁰ $400 / (400 + 100 + 76,8) = 69\%$; $400 / (400 + 81,2) = 83\%$ (calculs arrondis)

⁶¹ Qui ne dépend pas du nombre d'actions émises



De plus, l'attribution des BSA créanciers a un effet sur le cours de l'action. Le marché, s'il est efficient, anticipe la dilution à venir provenant des exercices des BSA. La valeur optionnelle des BSA, calculée au moment de leur attribution, correspond à un transfert anticipé de valeur entre les actionnaires actuels et les bénéficiaires de ces BSA, soit les créanciers. Le potentiel dilutif se retrouve ainsi dans l'apparition d'une dette supportée par les actionnaires, et qui réduit la capitalisation sur laquelle sont calculés les cours induits.

Valeur théorique de l'action intégrant la valeur optionnelle des BSA créanciers

Nous avons déterminé, la valeur des BSA créanciers en utilisant une valorisation d'option par la méthode de Black & Scholes. Cette valorisation repose sur les hypothèses suivantes :

- Cours du sous-jacent : nous avons utilisé pour le calcul du prix du BSA un processus itératif de façon à égaliser le cours du sous-jacent (action SOLOCAL) avec le prix de l'action post-émission desdits BSA.
- Prix d'exercice des BSA : 2€.
- Maturité : 5 ans.
- Volatilité du sous-jacent : 35 %. La volatilité historique du titre SOLOCAL ressort à 65 %, mais cette volatilité n'est pas adaptée, le profil de risque de l'action étant modifié après la restructuration. Nous utilisons donc une volatilité en cohérence avec celles de l'échantillon de sociétés comparables retenu, soit une moyenne de 35% (cf. Annexe n°4).
- Taux sans risque : -0,3 %, basé sur les courbes de taux interbancaire (swap 5 ans contre EURIBOR).
- Taux de prêt / emprunt de titres estimé à 0,5%.

Sur ces bases, la valeur du BSA créanciers ressort dans une fourchette de 0,46 € à 0,56 € suivant les scénarios de souscription.

On obtient alors une valeur théorique de l'action de SOLOCAL post-opération, intégrant le transfert de valeur des actionnaires vers les créanciers (en raison de l'attribution des BSA créanciers), comprise entre 1,70 € et 1,87 € en fonction du nombre total d'actions (avant exercice des BSA) :

% de souscription à l'augmentation de capital DPS	Cours SoLocal correspondant (€/action)	Nb d'actions final (yc MCB, AG, hors autodétention) (en millions)	Valeur optionnelle des BSA créanciers (€/BSA)
0%	1,70	654,3	0,46
25%	1,75	622,7	0,49
50%	1,81	590,7	0,53
75%	1,87	558,7	0,56
100%	1,87	558,7	0,56



Valeur de référence de l'action SoLocal : Moyenne 60 jours de bourse avant annonce du plan (1^{er} août 2016)

L'équité de l'Opération doit être appréciée par rapport (i) au contexte actuel⁶² de la Société dont la continuité d'exploitation peut être compromise et (ii) à la situation actuelle de l'actionnaire par référence à la période qui précède l'Opération. Concernant le prix des actions, nous retiendrons donc le cours moyen des 60 derniers jours de bourse⁶³ avant l'annonce de la restructuration financière du 1^{er} août 2016, soit **3,05 €** (cf. §4.2.1.).

Compte tenu de la valeur théorique actuelle de ses actions (ou de la liquidité offerte sur le marché), la question est de savoir quelle augmentation de valeur la restructuration est susceptible d'offrir, étant rappelé qu'à date il existe un aléa majeur sur la pérennité de la Société. Sur ces bases, l'Opération permettrait de créer de la valeur pour l'actionnaire dès lors que le taux de recouvrement sur son investissement est supérieur à 100% du fait de l'ensemble des étapes dilutives et relatives de l'Opération. La situation se présente comme suit pour un actionnaire qui détiendrait 100 actions au prix unitaire de 3,05 €, et sur la base des hypothèses décrites ci-avant :

		% des DPS exercés par l'actionnaire				
		0%	25%	50%	75%	100%
% de souscription collectif	0%	111%	138%	148%	153%	157%
	25%	115%	142%	153% (a)	158%	161%
	50%	119%	147%	158%	163%	167%
	75%	123%	152%	163%	169%	172%
	100%	123%	152%	163%	169%	172%

Pour un montant d'acquisition et de souscription de (€)	305,00	562,25	819,50	1076,75	1334,00
---	--------	--------	--------	---------	---------

(a) Prenons l'exemple d'un actionnaire qui souscrirait à hauteur de 50 % de ses DPS, quand le pourcentage de souscription collectif atteint 25 %. Son investissement s'établirait à $100 \times 3,05 \text{ €} + 50\% \times 1029 \times 1\text{€}$ (achat initial des 100 actions + exercice de la moitié de ses droits) soit 819,50 €.

Il détiendrait alors post opération 714,50 actions ($100 + 50\% \times 1029 + 100$). Selon l'hypothèse d'un pourcentage de souscription collectif de 25 %, le cours anticipé de SOLOCAL est de 1,75 €.

⁶² En particulier, nous n'avons pas à nous référer aux conditions de l'augmentation de capital de juin 2014 pour apprécier l'équité de la présente Opération

⁶³ Période usuelle dans les opérations de marché, qui correspond ici au cours moyen pondéré 3 mois



Le patrimoine de l'actionnaire s'élèverait donc à 1.250 € après l'Opération, représentant 153 % de son investissement (acquisition initiale de 100 actions + souscriptions).

Ce tableau appelle les commentaires suivants :

- Les taux de recouvrement sont théoriques et ne correspondent pas pour l'actionnaire à une plus-value immédiate, mais une plus-value théorique sur la base d'un cours cible à un horizon indéterminé, qui intègre la réussite du plan et une hypothèse de Valeur d'entreprise de SOLOCAL de 1.550 M€. Le bon critère en termes d'équité est de s'assurer que le pourcentage est supérieur à 100%, traduisant l'absence de perte de valeur pour le patrimoine de l'actionnaire.
- Ce taux de recouvrement théorique doit s'apprécier à l'aune des risques encourus par l'actionnaire et du taux de rentabilité qu'il exige de son investissement.
- Le taux de recouvrement de l'actionnaire sur son investissement est toujours supérieur à 100%, **compte tenu de l'attribution gratuite d'une action nouvelle pour une action détenue.**
- Plus la souscription collective des actionnaires à l'augmentation de capital avec DPS est faible, moins le taux de recouvrement de l'actionnaire individuel sur son investissement est élevé.

Il faut souligner que nous n'avons pas pris en compte la valeur des DPS dans nos calculs, dans l'hypothèse où l'actionnaire souhaiterait les céder. Le prix auquel un actionnaire pourra théoriquement céder un DPS sur le marché évoluera fortement en fonction du nombre de DPS que la totalité des actionnaires mettront à disposition du marché. En d'autres termes, moins l'augmentation de capital sera souscrite, plus le nombre de DPS en vente sur le marché sera élevé, ce qui entraînera une forte pression à la baisse sur le prix des DPS.

Les tableaux des taux de recouvrement présentés ci-avant supposent donc que les DPS non exercés ne seront pas vendus et que leur valeur est nulle. Ces taux représentent donc un socle, qui peut être éventuellement bonifié du prix de cession de ces DPS.

Nous présentons néanmoins ci-dessous le calcul de la valeur théorique du DPS.

Valeur théorique du DPS :

Pour 7 actions SOLOCAL détenues avant l'opération, il serait attribué gratuitement 7 DPS permettant de souscrire à 72 actions nouvelles au prix total de 72 €. Si un actionnaire souhaite souscrire partiellement ou ne souhaite pas souscrire à cette augmentation de capital, il pourra céder ses DPS sur le marché boursier.

La valeur des DPS peut se déterminer comme suit :

Détermination du TERP et du DPS théorique	
Cours au 23 septembre 2016	2,53 €
Ratio : 72 nouvelles actions pour 7 anciennes	10,29
Prix de souscription	1 €
TERP (Theoretical Ex-Rights Price)	1,136 € $= (2,53 + 10,29) / (10,29 + 1)$
Valeur théorique des 7 DPS, donnant droit à souscrire 72 actions	9,76 € $= 72 \times (1,136 - 1)$
Valeur théorique d'un DPS	1,39 € $= 9,76 / 7$





On rappellera toutefois que la tâche des arbitragistes (arbitrage entre cession des DPS et souscription) sera complexe, compte tenu :

- du détachement simultané d'une action gratuite nouvelle post dilution pour une action ancienne détenue (avant le règlement livraison de l'augmentation de capital avec DPS) ;
- de la volumétrie de cette augmentation de capital (10,29 actions à souscrire pour une action détenue) ;
- de la dilution variable puisque dépendant d'un comportement collectif des actionnaires peu prévisible.

Dans ce contexte, la cotation du DPS à sa valeur théorique nous semble peu probable.

Valeur de référence de l'action SoLocal : Moyenne 6 mois avant annonce du plan (1^{er} août 2016)

A titre d'information, nous présentons ci-dessous une **simulation alternative** de la situation de l'actionnaire en retenant une valeur de l'action avant l'Opération correspondant au cours moyen pondéré sur 6 mois, soit **3,88 €**, correspondant à la période pendant laquelle la rotation calculée du capital est de 110% (cf. §4.2.1.).

Sur ces bases, le taux de recouvrement **théorique** de l'investissement de l'actionnaire se présente comme suit pour un actionnaire qui détiendrait 100 actions évaluées unitairement à 3,88 € :

		% des DPS exercés par l'actionnaire				
		0%	25%	50%	75%	100%
% de souscription collectif	0%	88%	120%	135%	142%	147%
	25%	90%	124%	139% (a)	147%	152%
	50%	93%	128%	143%	152%	157%
	75%	96%	133%	148%	157%	162%
	100%	96%	133%	148%	157%	162%

Pour un montant d'acquisition et de souscription de (€)	388,00	645,25	902,50	1159,75	1417,00
---	--------	--------	--------	---------	---------

(a) Prenons l'exemple d'un actionnaire qui souscrirait à hauteur de 50 % de ses DPS, quand le pourcentage de souscription collectif atteint 25 %. Son investissement cumulé s'établirait à $100 \times 3,88 \text{ €} + 50\% \times 1029 \times 1\text{€}$ (achat initial des 100 actions + exercice de la moitié de ses droits) soit 902,50 €.

Il détiendrait alors post opération 714,50 actions ($100 + 50\% \times 1029 + 100$). Selon l'hypothèse d'un pourcentage de souscription collectif de 25 %, le cours anticipé de SOLOCAL est de 1,75 €.



Le patrimoine de l'actionnaire s'élèverait donc à 1.250 € après l'Opération, représentant 139 % de son investissement (acquisition initiale de 100 actions + souscriptions).

A la lecture de ce tableau, on peut remarquer que :

- Comme indiqué plus haut, les taux de recouvrement sont théoriques et ne correspondent pas pour l'actionnaire à une plus-value immédiate, mais à une plus-value théorique sur la base d'un cours cible à un horizon indéterminé, qui intègre la réussite du plan et une hypothèse de Valeur d'entreprise de SOLOCAL de 1.550 M€.
- Ce taux de recouvrement théorique doit s'apprécier à l'aune des risques encourus par l'actionnaire et du taux de rentabilité qu'il exige de son investissement.
- Le taux de recouvrement de l'actionnaire sur son investissement est supérieur à 100%, sauf dans l'hypothèse où il ne souscrit pas à l'augmentation de capital ; dans cette hypothèse, l'actionnaire passif ne retrouve pas son investissement initial.
- Plus la souscription collective des actionnaires à l'augmentation de capital avec DPS est forte, plus l'actionnaire individuel a de chance de recouvrer son investissement.

Nous rappelons que la valeur des DPS n'a pas été prise en compte dans cette simulation.

5.4. Appréciation de l'équité de l'Opération

5.4.1. Rappel de la mission de l'expert indépendant

L'Opération est complexe car elle se compose de plusieurs étapes interdépendantes avec chacune ses spécificités, dont les modalités dépendent d'une inconnue de base qui est le niveau de participation des actionnaires à l'augmentation de capital sans suppression du DPS : une augmentation de capital avec DPS, une augmentation de capital réservée aux créanciers, une émission de MCB réservés aux créanciers, une attribution d'actions gratuites aux actionnaires et une attribution de BSA aux créanciers.

Conformément à la mission de l'expert indépendant prévue par le Règlement Général de l'AMF, qui porte sur l'équité des augmentations de capital réservées, nous présentons ci-dessous notre analyse de l'augmentation de capital avec DPS, avant d'apprécier l'équité pour les actionnaires de SOLOCAL de l'augmentation de capital réservée aux créanciers, l'émission de MCB réservée aux créanciers et l'attribution de BSA aux créanciers.

5.4.2. Augmentation de capital avec DPS

On peut tout d'abord remarquer que le prix de souscription de 1€ à l'augmentation de capital avec DPS présente une décote par rapport au TERP⁶⁴ (cf. Annexe n°5) qui se situe dans une fourchette de 24% à 37% suivant les scénarios de souscription des actionnaires à l'augmentation de capital avec DPS :

	% de souscription des actionnaires à l'augmentation de capital DPS				
	0%	25%	50%	75%	100%
TERP (€/action)	1,32 €	1,42 €	1,49 €	1,58 €	1,58 €
Décote du prix de souscription de 1€ / TERP	-24%	-29%	-33%	-37%	-37%

⁶⁴ Theoretical Ex-Right Price, Prix théorique après détachement des droits





Les créanciers viendraient en garantie de cette augmentation de capital au prix de souscription de 1 € par compensation de créance au nominal, à concurrence d'un montant maximum de 400 M€. La compensation de créances au nominal n'est pas critiquable d'un point de vue juridique⁶⁵; les émissions de dette constituant un contrat entre l'émetteur et ses créanciers, qui engage celui-ci à rembourser la dette au nominal, quelle que soit sa valeur marché, étant rappelé que la dette obligataire SOLOCAL cotait environ 60% de sa valeur nominale en septembre 2016.

On peut également relever que ce prix de souscription de 1 € intègre la garantie consentie par les créanciers sans coût pour la Société, étant rappelé qu'une garantie bancaire n'a pu être obtenue pour cette augmentation de capital. Mais on doit observer que s'il a l'opportunité de souscrire dans le cadre de cette garantie, le créancier devra souscrire néanmoins à l'ensemble des autres émissions. Son prix de souscription moyen s'établit ainsi dans une fourchette de 1,32 € à 4,73 € (cf. §5.2.), ce qui reste supérieur au prix de souscription des actionnaires de 1 €.

5.4.3. Emission des MCB

Un MCB est un titre hybride, portant généralement un fort taux d'intérêt. Il est destiné à être remboursé en actions. Les MCB que la Société émettra ne porteront pas d'intérêts. La rémunération des créanciers se retrouve alors dans le nombre des MCB qui leur sont attribués, et dans le prix de souscription.

L'émission des MCB s'apparente ainsi à une augmentation de capital réservée sur la base d'un prix de souscription de 2 €. Le décaissement (soit la conversion de créances) interviendra à l'issue de l'Opération mais les créanciers ayant reçu ces MCB recevront les actions correspondantes à la maturité des MCB, soit 5 ans.

Le prix de souscription de 2 € ne présente pas de décote par rapport aux cours induits post-opération que nous avons calculés ci-avant (entre 1,70 € et 1,87 €), étant rappelé que ces MCB ne portent pas intérêts.

5.4.4. Augmentation de capital réservée aux créanciers

Les éléments d'appréciation de l'équité de l'augmentation de capital réservée aux créanciers sont les suivants :

- Le prix de conversion (entre 2,14 € et 4,73 €) est supérieur à la valeur de l'action découlant de la valeur d'entreprise obtenue selon la méthode du DCF dans le cadre de nos travaux d'évaluation de la Société (1,70 € à 1,87 €).
- Le prix de souscription de 4,73 € peut paraître important pour les créanciers qui acceptent la conversion de leurs créances en actions. Pour autant, ce prix élevé est en partie compensé par une attribution de BSA dont le nombre est directement lié au montant souscrit à l'augmentation de capital avec DPS par les actionnaires.
- L'impact pour les créanciers peut être appréhendé par le prix moyen de souscription des MCB et des ABSA (y compris les éventuels MCB), sachant que le prix de souscription des ABSA intègre (i) le prix de souscription de l'action seule ainsi que (ii) la valeur des

⁶⁵ Cf Arrêts de la Cour d'appel de Versailles du 25 octobre 1990 et de la Cour d'appel d'Aix en Provence du 9 avril 1992 / Arrêt de la Cour de Cassation du 7 février 1972



BSA attachés, il convient de corriger le prix de souscription des ABSA pour tenir compte de la valeur optionnelle des BSA :

Augmentations de capital réservées (ABSA et MCB)

en millions		% de souscription des actionnaires à l'augmentation de capital DPS				
		0%	25%	50%	75%	100%
Nombre d'actions total souscrites par les créanciers	[a]	176,8	145,2	113,2	81,2	81,2
Nominal des créances converties (M€)	[b]	364,1	384,1	384,1	384,1	384,1
Prix moyen de souscription des ABSA & MCB	[c] = [b] / [a]	2,06 €	2,65 €	3,39 €	4,73 €	4,73 €
Nombre de BSA créanciers	[d]	44,56	87,89	121,21	154,56	154,56
Valeur optionnelle unitaire des BSA créanciers (€)	[e]	0,46	0,49	0,53	0,56	0,56
Valeur optionnelle des BSA créanciers (M€)	[f] = [d] x [e]	20,5	43,0	63,7	87,1	87,1
Conversion des créances en actions (M€)	[g] = [b] - [f]	343,63	341,10	320,41	297,01	297,01
Prix moyen implicite de souscription des actions (part réservée)	[g] / [a]	1,94 €	2,35 €	2,83 €	3,66 €	3,66 €

Le prix de souscription moyen des ABSA se situe pour le créancier entre 2,06 € et 4,73 €. Si l'on retire la valeur optionnelle des BSA, les prix de souscription de l'action seule ressortent entre 1,94 € et 3,66 €. Dans tous les cas de figure, ces prix de souscription restent supérieurs aux cours induits post-opération que nous avons calculés ci-avant (entre 1,70 € et 1,87 €).



6. Conclusion

Les actionnaires de SOLOCAL, comme ses créanciers, sont confrontés à la nécessité de la restructuration financière du Groupe pour réduire le poids de sa dette et lui permettre de poursuivre sa mutation stratégique, en assurant la continuité d'exploitation de la Société qui en toute hypothèse ne pourrait pas faire face à l'échéance de ses emprunts *in fine* située en 2018, étant rappelé que la dette est rendue exigible au 30 juin 2016 du fait du bris de covenant bancaire.

Le plan de restructuration proposé vise la réduction d'environ deux tiers de la dette du Groupe afin de ramener le levier financier à un niveau supportable permettant d'investir et de poursuivre son plan stratégique.

Le montant de l'augmentation de capital avec maintien du Droit Préférentiel de Souscription est très important puisque qu'il représente environ quatre fois la capitalisation boursière actuelle. En souscrivant de nouvelles actions à 1€, l'actionnaire réduit fortement son prix de revient moyen unitaire. En contrepartie, il augmente son exposition au risque de l'entreprise, laquelle doit réussir sa transformation. Il bénéficierait de la possibilité de négocier son DPS, dont la valeur théorique est non négligeable, mais dont la négociabilité effective est difficile à appréhender dans un volume d'augmentation de capital aussi significatif.

En particulier, s'ils décidaient collectivement de ne pas souscrire du tout, les actionnaires se verraient fortement dilués mais les actions gratuites dont ils bénéficient limiteraient cette dilution. Dans un tel scénario, ils ne détiendraient plus que 11,9% du capital de la Société alors sensiblement désendettée, voire 11,1% en cas d'exercice des BSA par les créanciers, ce qui est un niveau proche de celui de restructurations comparables.

La négociabilité de leurs DPS pourrait améliorer cette situation en fonction de son prix de cotation effectif.

Nos travaux d'évaluation, qui reposent notamment sur l'hypothèse de l'exécution du business plan du management, aboutissent à une valeur théorique de l'action SOLOCAL post-restructuration comprise entre 1,70 € et 1,87 €.

Les opérations réservées aux créanciers, y compris l'émission des BSA, sont chacune prévues à un niveau supérieur, ce qui permet d'en attester le caractère équitable pour l'actionnaire. Ainsi, le prix moyen de souscription des créanciers, incluant leur éventuelle souscription dans le cadre de la garantie de l'augmentation de capital avec DPS, reste supérieur au prix de souscription des actionnaires de 1 €, puisqu'il est compris entre 1,32 € et 4,73 €.

Dans ce contexte, nous estimons qu'à la date du présent rapport, les modalités de l'Opération sont équitables du point de vue financier pour les actionnaires.

Fait à Paris, le 5 octobre 2016

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER

Olivier COURAU

Olivier PERONNET





Annexes

Annexe 1 : Présentation du cabinet FINEXSI et détails de son intervention

Présentation du cabinet FINEXSI

L'activité de FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER (ci-après « FINEXSI ») s'inscrit dans le cadre des métiers réglementés par l'ORDRE DES EXPERTS COMPTABLES et la COMPAGNIE NATIONALE DES COMMISSAIRES AUX COMPTES. Elle regroupe principalement les activités suivantes :

- Acquisitions et cessions d'entreprises ;
- Apports et fusions ;
- Evaluation et expertise indépendante ;
- Assistance dans le cadre de litiges.

Pour mener à bien ces missions, le cabinet emploie des collaborateurs dont l'essentiel à un niveau d'expérience et d'expertise élevé dans chacune de ces spécialités.

Liste des missions d'expertise indépendante réalisées par le cabinet FINEXSI au cours des 24 derniers mois

Nous sommes intervenus en qualité d'expert indépendant dans les offres publiques d'achat suivantes :

Date	Cible	Initiateur	Banque présentatrice	Opération
oct.-14	Générale de Santé	Ramsay Health Care (UK) Limited et Prévoyance Dialogue du Crédit Agricole	Crédit Agricole CIB / Lazard	Offre Publique d'Achat Simplifiée
mai-15	JC Decaux	JC Decaux	Goldman Sachs	Offre Publique d'Achat Simplifiée
juil.-15	Henri Maire	Grands Vins Jean-Claude Boisset et Henri Maire Développement	Aurel BGC	Offre Publique d'Achat Simplifiée
mars-16	Fimalac	Fimalac	Société Générale	Offre Publique d'Achat Simplifiée
avr.-16	GFI	Mannai Corporation	Crédit Agricole CIB	Offre Publique d'Achat Simplifiée
avr.-16	Grand Marnier	Davide Campari Milano S.P.A	Bank of America Merrill Lynch	Offre Publique d'Achat
mai-16	Saft	Total	BNP Paribas / Messier Maris	Offre Publique d'Achat

Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER adhère à l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants), association professionnelle reconnue par l'AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS en application de l'article 263-1 de son règlement général.

Par ailleurs, FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER applique des procédures visant à protéger l'indépendance du cabinet, éviter les situations de conflits d'intérêts et contrôler, sur chaque mission, la qualité des travaux réalisés et des rapports avant leur émission.



Calendrier de l'étude

30 août 2016	Conseil d'administration de SOLOCAL désignant le cabinet FINEXSI en qualité d'expert indépendant. Réunion avec Mme Virginie Cayatte, Directrice financière groupe, pour présenter l'opération Lettre de mission et établissement de notre proposition d'intervention
31 août 2016	Présence à l'Investor Day, dans les locaux de SOLOCAL
Début septembre 2016	Prise de connaissance, analyse du contexte
6 septembre 2016	Réunion de travail sur le business plan Réunion avec Rothschild et White & Case (revue des modalités du plan de restructuration)
12 & 19 septembre 2016	Réunions téléphoniques avec deux représentants de l'association d'actionnaires « Regroupement PPLOCAL »
14 septembre 2016	Réunion téléphonique avec Me Bourbouloux, mandataire <i>ad hoc</i>
15 septembre 2016	Réunion téléphonique avec l'AMF
16 septembre 2016	Réunion dans nos locaux avec les conseils du comité <i>ad hoc</i> des créanciers
20 septembre 2016	Entretien avec M. Robert de Metz, Président de SOLOCAL
21 septembre 2016	Réunion téléphonique avec les commissaires aux comptes de la Société, en présence de la direction financière de la Société.
22 septembre 2016	Entretien avec M. Jean-Pierre Remy, Directeur Général de SOLOCAL
26 septembre 2016	Présentation de nos travaux et de nos conclusions au Conseil d'Administration de SOLOCAL
23, 28 & 29 septembre 2016	Revue indépendante du rapport du cabinet FINEXSI
5 octobre 2016	Remise du rapport FINEXSI au Conseil d'Administration de SOLOCAL



Liste des personnes rencontrées ou contactées

Société SOLOCAL GROUP :

- Monsieur Robert de METZ, Président
- Monsieur Jean-Pierre REMY, Directeur Général
- Madame Virginie CAYATTE, Directeur Financier Groupe
- Monsieur Joël JUNG, Directeur Corporate Finance
- Monsieur Guillaume LHOSTE, Directeur Performance Financière

Conseil financier de la Société (ROTHSCHILD & CIE) :

- Monsieur Arnaud JOUBERT, Associé
- Monsieur Simon BEHAGHEL, Assistant Director
- Monsieur Jean-Baptiste LEROUX, Associate

Conseil juridique de la Société (WHITE & CASE LLP) :

- Monsieur Severin ROBILLARD, Avocat
- Monsieur Hugues MATHEZ, Avocat

Mandataire *ad hoc*

- Maître Hélène BOURBOULOUX

Conseil du comité *ad hoc* des créanciers (HOULIHAN LOKEY)

- Monsieur Laurent BENSIMON, Managing Director
- Monsieur Nicolas GUELFAND, Senior Vice President
- Monsieur Julien BOBIN, Vice President

Association Regroupement PPLOCAL (représentant certains actionnaires de la Société)

- Monsieur Baudoin de PIMODAN
- Monsieur Yves THOMAZO

Informations utilisées

Les informations significatives utilisées dans le cadre de notre mission ont été de plusieurs natures :

Informations communiquées par la société SOLOCAL :

- Compte annuels et consolidés au 31 décembre 2015 certifiés par les commissaires aux comptes ;
- Documentation juridique « *corporate* » de SOLOCAL ;
- Plan d'affaires 2016-2018 avant restructuration ;



- Plan d'affaires 2016-2018 après restructuration ;
- Rapport sur la revue stratégique du Groupe SOLOCAL ;
- Rapport sur l'examen des prévisions du groupe (Independent Business Review) ;
- Projet de note d'opération.

Informations de marché :

- Communication financière de SOLOCAL sur les exercices 2013 à 2016 ;
- Cours de bourse, comparables boursiers, consensus de marché : CAPITAL IQ ;
- Données de marchés (Taux sans risque, prime de risque, bêta...) : CAPITAL IQ, EPSILON RESEARCH, AGENCE FRANCE TRESOR.

Personnes associées à la réalisation de la mission

Les associés signataires, Olivier PERONNET et Oliver COURAU, ont été assistés d'Adeline BURNAND, Senior Manager, et de deux collaborateurs disposant de 3 et 10 années d'expérience.

La revue indépendante a été effectuée par Lucas ROBIN, Associé et membre du Comité de Direction du cabinet.



Annexe 2 : Présentation des comparables boursiers retenus

Nous avons retenu les sociétés cotées comparables suivantes :

Yelp Inc. : Société cotée à la bourse de New York. Elle développe, héberge et commercialise Yelp.com et l'appli mobile Yelp qui publient des avis participatifs sur les commerces locaux. En outre, l'entreprise forme les commerces et les petites entreprises à répondre aux avis d'une manière responsable, à héberger des événements sociaux à l'intention des rédacteurs d'avis en plus de fournir des renseignements de base, tels que les heures d'ouverture, au sujet des commerces.

Italiaonline S.p.A : Société cotée à la bourse de Milan. Elle propose des services marketing dont la construction de site internet et mobile, des contenus multimédia pour la création, du référencement, de l'e-commerce, du marketing online et de la gestion de présence sur les réseaux sociaux. La société produit également des annuaires et propose des services téléphoniques.

Axel Springer SE: Société cotée à la bourse de Francfort. Axel Springer est un groupe de presse allemand. Il opère alors de nombreux journaux (Bild) et magazines (Auto Plus, Télé Magazine, Rolling stone). Via des acquisitions diverses, le groupe s'est également développé dans la gestion de sites internet (Seloger.com, aufeminin.com, marmiton.org).

Yellow pages limited : Société cotée à la bourse de Toronto. Yellow pages publie historiquement les annuaires téléphoniques au Canada depuis 1908. Par la suite, le groupe a développé des activités de marketing digital devenant un des leaders du marché canadien à partir de 2010. Aujourd'hui, le digital représente 67% des revenus du groupe.

Trinity Mirror plc : cotée à la bourse de Londres, Trinity Mirror plc est une société d'éditeur de contenu multimédia. Celle-ci produit et distribue des contenus par l'intermédiaire de ses deux branches d'activité, celle des journaux traditionnels et celle du digital. Cette dernière comprend des services de marketing digital, qui permettent par exemple un accès aux bases de données de candidats à l'emploi dans les domaines de la finance, de la comptabilité et du secrétariat. La société propose aussi des services de communications digitales par l'utilisation des mails, des téléphones mobiles, des réseaux sociaux et du web.

Tamedia AG : société cotée à la bourse de Zurich, Tamedia AG est une société opérant dans les médias. Celle-ci publie des journaux quotidiens et hebdomadaires, ainsi que des magazines. La société intervient sur trois segments, que sont les Publications nationales, les Publications régionales et le Digital. Ce dernier segment prend la forme d'offres variées via des plateformes en ligne d'actualités, d'offres d'emploi, d'immobilier et de shopping.

Triboo Media S.p.A.: Société cotée sur le marché AIM Italia. Il s'agit d'un des principaux éditeurs numériques sur le marché de la publicité italienne. La société offre des services de publicité digitale. Le groupe s'organise autour de 5 agences de publicité en ligne et trois sociétés d'édition.



Annexe 3 : Présentation des transactions comparables analysés

- L'acquisition de MONSTER par RANDSTAD annoncée en août 2016. MONSTER gère un moteur de recherche d'offres d'emploi mondial.
- L'acquisition de AOL INC. par VERIZON COMMUNICATIONS INC. annoncée en mai 2015. AOL INC. propose divers services digitaux aux consommateurs et annonceurs.
- L'acquisition de USWITCH par ZOOPLA PROPERTIES annoncée en avril 2015. USWITCH offre un service de comparaison de prix au Royaume-Uni via un site internet et ainsi qu'un service téléphonique ;
- L'acquisition de TROVIT SEARCH SL par NEXT CO annoncée en octobre 2014. TROVIT SEARCH SL gère un moteur de recherche pour annonces immobilières, d'emploi, de ventes de voiture etc. ;
- L'acquisition de MONEYSAVINGEXPERT.COM LIMITED par MONEYSUPERMARKET.COM GROUP annoncée en juin 2012. MONEYSAVINGEXPERT.COM LIMITED détient et gère le site du même nom proposant des comparaisons de prix pour différents services et produits.



Annexe 4 : Volatilité utilisée pour la valorisation des BSA créanciers

La volatilité d'un titre de société est une mesure de son risque. Par conséquent, la volatilité historique du titre SOLOCAL, très élevée en raison de sa situation financière, ne peut être utilisée pour estimer la volatilité post-opération puisque la restructuration modifiera profondément le risque attaché à la Société. Nous avons donc retenu la volatilité observée sur les titres des sociétés comparables retenus dans nos travaux d'évaluation (cf. §4.4.2.)

Période	Axel Springer SE	Triboo Media S.p.A.	Yelp Inc.	Yellow Pages Limited	Italiaonline S.p.A.	Trinity Mirror plc	Tamedia AG	Moyenne des comparables
1 an	25%	42%	58%	27%	47%	42%	17%	37%
2 ans	24%	36%	57%	31%	NS	42%	21%	35%
5 ans	24%	ND	ND	ND	ND	53%	17%	31%

Source: CapitalIQ

Les volatilités indiquées dans le tableau sont déterminées sur la base des performances hebdomadaires, calculées en logarithme. Les volatilités ressortent de l'utilisation des écarts-types, calculés sur une période de 1 an à 5 ans.

Les BSA créanciers ayant une maturité de 5 ans, la volatilité utilisée devrait se rapprocher d'une volatilité calculée sur 5 ans. Cependant, quatre des sept comparables ne disposent pas d'une cotation sur la totalité de la période. De plus, les performances du titre Italiaonline en décembre 2014 ne sont pas représentatives d'une situation normale de la société, notamment en raison de la fusion avec Seat Pagina Gialle, c'est pourquoi la volatilité de ce titre calculée sur deux ans apparaît en NS.

Sur ces bases, nous avons retenu une volatilité cible de 37 %, correspondant à la volatilité la plus élevée, et obtenue sur la période d'un an pour laquelle l'information était disponible sur la totalité des sociétés comparables.



Annexe 5 : Calcul du TERP selon chacun des scénarios de souscription

Calcul du TERP

		% de souscription des actionnaires à l'augmentation de capital DPS				
		0%	25%	50%	75%	100%
Cours au 23 septembre 2016 (€/action)		2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
x 38,8 millions d'actions = capitalisation (M€)		98	98	98	98	98
Augmentation de capital avec DPS (M€)	[a]	400	400	400	400	400
Augmentation de capital réservée (M€)	[b]	164	251	317	384	384
Attribution des MCB (M€)	[c]	200	133	67	-	-
Capitalisation finale théorique (M€)	[a]+[b]+[c]	862	882	882	882	882
Nombre d'actions final avant BSA (millions)		654,3	622,7	590,7	558,7	558,7
TERP (€/action)		1,32 €	1,42 €	1,49 €	1,58 €	1,58 €
Décote du prix de souscription de 1€ / TERP		-24%	-29%	-33%	-37%	-37%



Annexe 6 : Présentation graphique du prix de souscription aux émissions réservées, en fonction du niveau de souscription en numéraire à l'augmentation de capital avec DPS

L'augmentation de capital réservée et l'émission des MCB permet de réduire l'endettement résiduel à un montant nominal de 400 M€. Elles permettent donc, à l'issue de l'augmentation de capital avec DPS, de convertir 384 M€ de créances en capital (364 M€ dans le cas d'une souscription en numéraire à l'augmentation de capital avec DPS nulle) :

1. L'émission de MCB intervient entre 0 % et 75 % de souscription en numéraire à l'augmentation de capital avec DPS. Le montant évolue linéairement de 200 M€ pour 0 % de souscription en numéraire, à 0 M€ pour 75 % de souscription en numéraire.
2. Le montant de l'augmentation de capital réservée permet d'atteindre l'objectif de désendettement. Cette augmentation de capital est répartie en deux tranches. La première tranche (Tranche A) est fixée à 75 M€ à un prix de souscription de 1 €. La seconde (Tranche B) s'effectue sur la base d'un prix de souscription de 50 €. Le nombre d'actions correspondant est ainsi calculé par différence.

