

DOCUMENT D'INFORMATION

PRESENTE PAR



EN REPONSE A L'OFFRE CONTRACTUELLE VOLONTAIRE D'ACHAT

INITIEE PAR LA SOCIETE

INVERSIONES Y SERVICIOS PUBLICITARIOS

PRESENTEE PAR

Invest *Securities*

ETABLISSEMENT PRESENTATEUR

***CETTE OFFRE ET LE PRESENT DOCUMENT DE PRESENTATION NE SONT PAS SOUMIS
A L'EXAMEN DE L'AUTORITE DES MARCHES FINANCIERS.***

Le présent document en réponse est disponible sur le site internet d'Antevenio (www.antevenio.fr) et peut être obtenu sans frais auprès d'Antevenio (C/ Marqués de Riscal, 11 - 28010 Madrid, Espagne).

TABLE DES MATIÈRES

1.	PRESENTATION DE L'OFFRE DEPOSEE PAR L'INITIATEUR	3
1.1.	Présentation de l'Offre	3
1.2.	Contexte de l'Offre	3
1.2.1.	Présentation de l'Initiateur	3
1.2.2.	Présentation de la Société objet de l'Offre	3
1.2.3.	Modalités d'acquisition des blocs d'actions	4
1.3.	Rappel des termes de l'Offre.....	5
1.3.1.	Termes de l'Offre	5
1.3.2.	Nombre et nature des titres visés par l'Offre	5
1.3.3.	Déroulement de l'Offre	6
2.	AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE.....	6
3.	INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE..	6
4.	INTENTIONS DE LA SOCIETE RELATIVES AUX ACTIONS AUTODÉTENUES	8
5.	OBSERVATION DE L'UNITÉ ÉCONOMIQUE ET SOCIALE	8
6.	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRÉCIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE.....	8
7.	ELEMENTS CONCERNANT LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR LE DÉROULEMENT DE L'OFFRE.....	11
7.1.	Structure et répartition du capital de la Société.....	11
7.2.	Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions.....	11
7.3.	Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci.....	11
7.4.	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel	11
7.5.	Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote	12
7.6.	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la Société.....	12
7.6.1.	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil de surveillance.....	12
7.6.2.	Règles applicables à la modification des statuts	12
7.7.	Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres.....	13
7.8.	Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société.....	13
7.9.	Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration ou les salariés de la Société, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique.	14
8.	RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT	14

1. PRESENTATION DE L'OFFRE INITIEE PAR L'INITIATEUR

1.1. Présentation de l'Offre Contractuelle

La société Inversiones Y Servicios Publicitarios S.L., *societad limitada* au capital de 8.269.550 euros, dont le siège social est situé Calle Escuelas Pias, 118, 08017 Barcelone - Espagne, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Barcelone sous le numéro B63893101 (« **ISP** » ou l'« **Initiateur** »), offre aux actionnaires d'Antevenio, *sociedad anonima* de droit espagnol au capital de 231.412,225 euros, dont le siège social est situé Calle Marqués de Riscal 11, 28010 Madrid - Espagne, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Madrid sous le numéro A81872095 (« **Antevenio** » ou la « **Société** ») dont les actions sont admises aux négociations sur le marché Alternext d'Euronext Paris sous le code ISIN ES0109429037, mnémonique «ALANT.PA», d'acquérir la totalité de leurs actions Antevenio au prix unitaire de 6 euros (le « **Prix de l'Offre** »), payable exclusivement en numéraire, dans les conditions décrites ci-après (l'« **Offre Contractuelle** »).

L'Offre Contractuelle fait suite à l'acquisition par ISP, le 3 août 2016, dans les conditions décrites à la section 1.2.3 ci-après, de 500.166 actions de la Société représentant 11,89 % du capital et des droits de vote de la Société, auprès de M. Joshua David Novick, Directeur Général et fondateur de la Société (l'« **Acquisition du Bloc** »).

A la date du présent document en réponse, ISP détient 1.286.071 actions de la Société représentant 30,57 % du capital et des droits de vote de la Société. ISP est contrôlée par le groupe familial Rodés. La société Aliada Investment BV, également contrôlée par le groupe familial Rodés, détient quant à elle 848.976 actions de la Société représentant 20,18 % du capital et des droits de vote de cette dernière. Au total, le groupe familial Rodés détient indirectement, à travers l'Initiateur et Aliada Investment BV, 2.135.047 actions de la Société représentant 50,74 % du capital et des droits de vote de cette dernière.

L'Offre Contractuelle porte sur l'ensemble des actions Antevenio en circulation non détenues par l'Initiateur ou Aliada Investment BV, à l'exception de 198.348 actions auto détenues qui ne seront pas apportées à l'Offre Contractuelle. Il est toutefois précisé que dans le cadre de son contrat de liquidité, Antevenio détient, au 31 juillet 2016, 2.566 de ses propres actions, lesquelles sont comptabilisées dans les actions visées par l'Offre Contractuelle. L'Offre Contractuelle porte donc sur un nombre maximum de 1.874.100 actions représentant autant de droit de vote, soit 44,54 % du capital et des droits de vote de la Société.

À l'exception des 191.000 options d'achat d'actions de la Société (les « **Stock-Options** ») intégralement attribuées à M. Joshua David Novick (63.667 Stock-Options), M. Pablo Pérez Garcia-Villoslada (63.666 Stock-Options) et un autre manager (63.667 Stock-Options), qui donnent droit à 191.000 actions existantes de la Société, il n'existe aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier de la Société pouvant donner accès immédiatement ou à terme au capital social ou aux droits de vote de la Société.

L'Offre Contractuelle est présentée par Invest Securities. Il est précisé qu'Invest Securities ne garantit pas les engagements de l'Initiateur dans le cadre de l'Offre Contractuelle.

1.2. Contexte de l'Offre Contractuelle

1.2.1. **Présentation de l'Initiateur et de son Groupe**

ISP est une société de droit espagnol contrôlée par la famille Rodés.

A la date du présent document en réponse, la répartition du capital d'ISP est la suivante :

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital
Aliada Investment, B.V(*)	226.955	27,44 %
Gestora de Viviendas S.A	100.000	12,09 %
Fernando Rodés Vilà	100.000	12,09 %
Alfonso Rodés Vilà	100.000	12,09 %
Gonzalo Rodés Vilà	100.000	12,09 %
Cristina Rodés Vilà	100.000	12,09 %
Alicia Rodés Vilà	100.000	12,09 %
TOTAL	826.955	100,00 %

(*) Aliada Investment est contrôlée par la famille Rodés.

A la date du présent document en réponse, Aliada Investment BV est détenue à 100 % par les membres de la famille Rodés.

1.2.2. Présentation de la Société objet de l'Offre

Antevenio est une entreprise innovante du *publishing* et des technologies marketing, leader en Europe du sud (Espagne, Italie, France) et en Amérique Latine. Elle aide les marques à transmettre leur proposition de valeur aux consommateurs à travers une offre complète combinant publicité, marketing de contenu et technologie cross-canal.

Le groupe présente trois (3) pôles d'activité :

- le pôle *Publishing* qui correspond à l'activité de création de contenus en propre en vue de générer une audience propriétaire mise au profit des campagnes des annonceurs, notamment via les trois principaux portails verticaux du groupe (voyage, mode et formation) ;
- le pôle *Technologie Marketing* qui correspond aux ventes de la suite logicielle MDirector en mode SaaS et aux services associés proposés dans le cadre d'un accompagnement personnalisé, avec un support dédié et des conseils stratégiques ;
- le pôle *Digital Media Trading* qui correspond à de l'achat-vente média sur des sites ou des bases de données de tiers pour le compte d'annonceurs. Le pôle comprend également les activités de marketing programmatique, de réseaux sociaux, de *native advertising* et d'affiliation.

1.2.3. Acquisition du Bloc

Aux termes d'un contrat d'acquisition conclu entre l'Initiateur et M. Joshua David Novick le 3 août 2016 (le « **Contrat d'Acquisition** »), l'Initiateur a acquis le même jour auprès de M. Joshua David Novick l'intégralité de sa participation dans Antevenio, soit 500.166 actions de la Société, représentant 11,89 % du capital et des droits de vote de la Société, au prix de 6 euros par action Antevenio. Le prix d'acquisition total des 500.166 actions, soit 3.000.996 euros, a été payé comptant à la date de réalisation de l'Acquisition du Bloc.

Antevenio a fait paraître, le 3 août 2016, un communiqué de presse informant le public de la réalisation de l'Acquisition du Bloc et annonçant l'intention de l'Initiateur de lancer l'Offre Contractuelle au prix de 6 euros par action Antevenio apportée.

A la date du 15 juin 2016, préalablement à la réalisation de l'Acquisition du Bloc, la répartition du capital et des droits de vote de la Société était la suivante :

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% droits de vote exerçables	% droits de vote théoriques
Aliada Investment BV	848.976	20,18 %	848.976	21,18 %	20,18 %
ISP Inversiones y Servicios Publicitarios, SL	785.905	18,68 %	785.905	19,60 %	18,68 %
Sous-total – groupe familial Rodés	1.634.881	38,86 %	1.634.881	40,78 %	38,86 %
M. Joshua David Novick	500.166	11,89 %	500.166	12,48 %	11,89 %
Nextstage AM	614.715	14,61 %	614.715	15,33 %	14,61 %
Sunny AM	292.842	6,96 %	292.842	7,30 %	6,96 %
Auto-contrôle	198.348	4,71 %	198.348	-	4,71 %
Flottant	966.543	22,97 %	966.543	24,11 %	22,97 %
Total	4.207.495	100,00 %	4.207.495	100,00 %	100,00 %

En conséquence de la réalisation de l'Acquisition du Bloc, le groupe familial Rodés détient, à la date du présent document en réponse, 2.135.047 actions Antevenio, représentant 50,74 % du capital et des droits de vote de cette dernière.

1.3. Rappel des termes de l'Offre Contractuelle

La présente Offre Contractuelle constitue une offre contractuelle volontaire d'achat visant les actions Antevenio. Il est rappelé que cette Offre Contractuelle ne constitue pas une offre publique au sens du règlement général de l'Autorité des marchés financiers, et partant n'a pas fait l'objet d'un contrôle de la part de cette dernière.

L'Offre Contractuelle est présentée par Invest Securities. Il est précisé qu'Invest Securities ne garantit pas les engagements de l'Initiateur dans le cadre de l'Offre Contractuelle.

Le présent document en réponse est mis gratuitement à la disposition du public par Antevenio, et a été mis en ligne sur son site Internet.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre Contractuelle, Euronext Paris publiera un avis annonçant les modalités et le calendrier de l'Offre Contractuelle.

1.3.1. Termes de l'Offre Contractuelle

ISP s'engage auprès des actionnaires d'Antevenio à acquérir toutes les actions Antevenio qui seront présentées dans le cadre de l'Offre Contractuelle au Prix de l'Offre, soit 6 euros par action, payable exclusivement en numéraire.

L'Offre Contractuelle sera ouverte pour une durée de dix (10) jours de négociation.

1.3.2. Nombre et nature des titres visés par l'Offre Contractuelle

A connaissance de la Société et à la date du présent document en réponse, le groupe familiale Rodés détient, directement et indirectement, 2.135.047 actions Antevenio représentant 50,74 % du capital et des droits de vote¹ de la Société.

L'Offre Contractuelle porte sur la totalité des actions Antevenio existantes non détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur à la date du présent document en réponse, à l'exception (i) de 198.348 actions auto détenues (compte non tenu des 2.566 actions auto détenues au 31 juillet 2016 dans le cadre du contrat de liquidité conclu par Antevenio avec la société Gilbert Dupont et qui sont comptabilisées dans les actions visées par l'Offre Contractuelle) qui ne seront pas apportées à l'Offre Contractuelle et (ii) des 848.976 actions Antevenio détenues par Aliada Investment BV. L'Offre Contractuelle porte donc sur un nombre maximum de 1.874.100 actions représentant autant de droit de vote, soit 44,54% du capital et des droits de vote de la Société.

En conséquence, à l'exception des 191.000 Stock-Options, il n'existe aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier pouvant donner accès immédiatement ou à terme au capital social ou aux droits de vote de la Société.

Il est précisé que le contrat de liquidité conclu entre la Société et la société Gilbert Dupont a été suspendu le 3 août 2016 jusqu'à la publication des résultats de l'Offre Contractuelle.

1.3.3. Déroulement de l'Offre Contractuelle

Préalablement à l'ouverture de l'Offre Contractuelle, Euronext Paris publiera un avis rappelant la teneur de l'Offre Contractuelle et précisant le calendrier et les modalités de sa réalisation.

L'Offre Contractuelle sera ouverte pendant une période de dix (10) jours de négociation, du 5 au 16 septembre.

La procédure d'apport à l'Offre est décrite au paragraphe 2.3. du document de présentation relatif à l'Offre Contractuelle et aux principales caractéristiques d'ISP établi par l'Initiateur (le « **Document d'Offre** »).

Le calendrier indicatif de l'Offre est présenté au paragraphe 2.4. du Document d'Offre.

Il est précisé que l'Offre Contractuelle est faite exclusivement en France. La participation à l'Offre Contractuelle et la diffusion du présent document en réponse peuvent faire l'objet de restrictions légales dans certaines juridictions, conformément aux termes du paragraphe 2.6 du Document d'Offre.

2. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ

Les membres du Conseil d'administration de la Société se sont réunis le 5 août 2016 à l'effet d'examiner l'Offre Contractuelle et de rendre un avis motivé sur l'intérêt que présente l'Offre Contractuelle pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Tous les membres du Conseil d'administration étaient présents ou représentés. La séance était présidée par M. Joshua David Novick, en sa qualité de Président du Conseil d'administration. Le Conseil d'administration a rendu à l'unanimité, sans qu'aucune opinion divergente n'ait été exprimée, l'avis suivant :

« Après avoir pris connaissance (i) du projet de document de présentation de l'Offre Contractuelle établi par l'Initiateur, qui contient notamment les caractéristiques de l'Offre Contractuelle, les intentions de l'Initiateur et les éléments d'appréciation du prix de l'Offre Contractuelle établis par

¹ Sur la base d'un capital composé de 4.207.495 actions représentant autant de droits de vote

Invest Securities, et (ii) du rapport du cabinet BM&A Advisory & Support, représenté par M. Pierre Béal et M. Eric Blache, désigné en qualité d'expert indépendant, et après avoir constaté que :

- ISP a acquis hors marché, le 3 août 2016, auprès de M. Joshua David Novick, un bloc de 500.166 actions de la Société représentant 11,89 % du capital et des droits de vote de la Société au prix de 6 euros par action et détient, à la date du projet de document de présentation de l'Offre Contractuelle, 1.286.071 actions de la Société représentant 30,57 % du capital et des droits de vote de la Société ;
- ISP est contrôlée par le groupe familial Rodés. La société Aliada Investment BV, également contrôlée par le groupe familial Rodés, détient quant à elle 848.976 actions de la Société représentant 20,18 % du capital et des droits de vote de cette dernière ;
- le groupe familial Rodés détient ainsi indirectement, à travers l'Initiateur et Aliada Investment BV, 2.135.047 actions de la Société représentant 50,74 % du capital et des droits de vote de la Société ;

le Conseil d'administration :

- prend acte que l'Offre Contractuelle a notamment pour objectif de permettre au groupe familial Rodés d'accroître sa participation au sein de la Société et d'offrir à celle-ci un actionnariat stable permettant de poursuivre son développement et de consolider sa participation ;
- prend également acte que l'Initiateur a l'intention, en s'appuyant sur les compétences et l'expérience de ses équipes dirigeantes, et en collaboration avec le management de la Société, de poursuivre les principales orientations stratégiques et les investissements mis en œuvre par la Société et de conforter la place de la Société sur ses principaux marchés. A cet égard le Conseil d'administration note que l'Initiateur ne prévoit pas de modifier la politique poursuivie par la Société en matière d'emploi, cette opération s'inscrivant dans une logique de poursuite de la politique de gestion en matière de relations sociales et de ressources humaines d'Antevenio ;
- constate que l'expert indépendant conclut que « le prix de 6 euros proposé dans le cadre d'une offre contractuelle volontaire d'achat portant sur les actions d'Antevenio est équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société ».

En conséquence, le Conseil d'administration, constate que l'Offre Contractuelle est conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés et décide, à l'unanimité, d'émettre un avis favorable sur l'Offre Contractuelle.

Le Conseil d'administration recommande, à l'unanimité, aux actionnaires de la Société souhaitant bénéficier d'une liquidité immédiate, à un prix attractif, d'apporter leurs actions à l'Offre Contractuelle.

Le Président demande alors aux membres du Conseil d'administration, autres que les représentants d'ISP et M. Joshua David Novick, d'indiquer leur intention à l'égard de l'Offre Contractuelle :

- M. Pablo Pérez Garcia-Villoslada indique avoir l'intention d'apporter l'intégralité de ses actions de la Société à l'Offre Contractuelle ;
- M. Vincent Bazi indique que Nextstage AM a l'intention d'apporter environ 50 % de ses actions de la Société à l'Offre Contractuelle.

Par ailleurs, le Conseil d'administration décide, à l'unanimité, de ne pas apporter à l'Offre Contractuelle les 200.914 actions auto détenues au 31 juillet 2016, à l'exception des 2.566 actions

auto détenues dans le cadre du contrat de liquidité conclu entre la Société et la société Gilbert Dupont ».

3. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE

Lors de la réunion du Conseil d'administration de la Société en date du 5 août 2016, les membres du Conseil d'administration de la Société ont fait part de leur intention à l'égard de l'Offre Contractuelle :

- M. Pablo Pérez Garcia-Villoslada a indiqué avoir l'intention d'apporter l'intégralité de ses actions de la Société à l'Offre Contractuelle ;
- M. Vincent Bazi a indiqué que Nextstage AM a l'intention d'apporter environ 50 % de ses actions de la Société à l'Offre Contractuelle.

4. INTENTIONS DE LA SOCIETE RELATIVES AUX ACTIONS AUTO DÉTENUES

Les 200.914 actions auto détenues par la Société au 31 juillet 2016 ne seront pas apportées à l'Offre, à l'exception des 2.566 actions auto détenues au titre du contrat de liquidité qu'elle a conclu avec la société Gilbert Dupont, en vue de favoriser la liquidité de ses titres.

5. OBSERVATION DE L'UNITÉ ÉCONOMIQUE ET SOCIALE

Non applicable.

6. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRÉCIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE CONTRACTUELLE

6.1 Accords conclus avec M. Joshua David Novick

En considération du fait que M. Joshua David Novick est un manager clé d'Antevenio (*Directeur Général*) disposant du savoir-faire et de la connaissance de la marche des affaires d'Antevenio et compte tenu du fait que la mise en œuvre du plan d'affaires de la Société est liée à la présence de M. Joshua David Novick à la direction de la Société, l'Initiateur a conclu avec M. Joshua David Novick, le 3 août 2016, un *Framework Agreement* en langue anglaise aux termes duquel ISP, en sa qualité d'actionnaire de contrôle d'Antevenio, s'est notamment engagé à faire en sorte qu'Antevenio attribue à M. Joshua David Novick 75.000 actions gratuites au plus tard dans un délai de quatre (4) mois suivant la clôture de l'Offre Contractuelle. L'attribution gratuite d'actions est subordonnée à la présence de M. Joshua David Novick au sein de la Société au 30 juin 2018.

Par ailleurs, aux termes du *Framework Agreement*, l'Initiateur s'est également engagé à conclure avec M. Joshua David Novick, à la date d'attribution des actions gratuites susvisées, un contrat de liquidité portant sur lesdites actions. En outre, à cette même date, M. Joshua David Novick s'est engagé à conclure un engagement de non-concurrence et de non sollicitation.

i. Contrat de liquidité

Conformément aux termes du *Framework Agreement*, l'Initiateur s'est engagé à conclure avec M Joshua David Novick un contrat de liquidité portant sur (a) les 63.667 actions Antevenio pouvant résulter de l'exercice des 63.667 Stock-Options détenues par M. Joshua David Novick au titre du Plan 2015 (tel que ce terme est défini à la section 6.4.i. ci-dessous) et (b) sur les 75.000 actions gratuites devant être attribuées à M. Joshua David Novick au titre du Plan 2016 (tel que ce terme est défini à la section 6.4.ii. ci-dessous). Ce contrat de liquidité prendrait la forme d'une promesse d'achat consentie par l'Initiateur à M. Joshua David Novick, exerçable pendant une durée de deux (2) mois à compter de l'acquisition définitive par M. Joshua David Novick des actions Antevenio au titre du Plan 2015 et du Plan 2016.

En vertu du dispositif convenu à cet effet, le prix de vente par titre applicable en cas de cession à l'initiative de M. Joshua David Novick sera calculé selon une formule fonction de (i) l'EBIT, (ii) la marge brute et (iii) de la dette financière nette d'Antevenio des douze (12) derniers mois, qui ne comporte aucun minimum garanti au profit de M. Joshua David Novick et qui, calculée dans des circonstances contemporaines de l'Offre Contractuelle, fait apparaître, par transparence, un prix de l'action Antevenio inférieur à celui proposé dans le cadre de l'Offre Contractuelle.

ii. *Engagement de non-concurrence et de non sollicitation*

Conformément aux termes du *Framework Agreement*, M. Joshua David Novick s'est par ailleurs engagé à conclure avec la Société un engagement de non-concurrence et de non sollicitation d'une durée de vingt-quatre (24) mois à compter de la date de cessation des fonctions de M. Joshua David Novick au sein d'Antevenio, en contrepartie d'une indemnité de cinq cent mille (500.000) euros.

6.2 Accords conclus avec M. Pablo Pérez Garcia-Villoslada

En considération du fait que M. Pablo Pérez Garcia-Villoslada est un manager clé d'Antevenio (*Directeur Financier et Directeur des Opérations*) disposant du savoir-faire et de la connaissance de la marche des affaires d'Antevenio et compte tenu du fait que la mise en œuvre du plan d'affaires de la Société est liée à la présence de M. Pablo Pérez Garcia-Villoslada au sein de la direction de la Société, l'Initiateur a conclu avec Pablo Pérez Garcia-Villoslada, le 3 août 2016, un *Framework Agreement* en langue anglaise aux termes duquel ISP, en sa qualité d'actionnaire de contrôle d'Antevenio, s'est notamment engagé à faire en sorte qu'Antevenio attribue à M. Pablo Pérez Garcia-Villoslada 25.000 actions gratuites au plus tard dans un délai de quatre (4) mois suivant la clôture de l'Offre Contractuelle. L'attribution gratuite d'actions est subordonnée à la présence de M. Pablo Pérez Garcia-Villoslada au sein la Société au 30 juin 2019.

Par ailleurs, aux termes du *Framework Agreement*, l'Initiateur s'est également engagé à conclure avec M. Pablo Pérez Garcia-Villoslada, à la date d'attribution des actions gratuites susvisées, un contrat de liquidité portant sur lesdites actions. En outre, à cette même date, M. Pablo Pérez Garcia-Villoslada s'est engagé à conclure un engagement de non-concurrence et de non sollicitation.

i. *Contrat de liquidité*

Conformément aux termes du *Framework Agreement*, l'Initiateur s'est engagé à conclure avec M. Pablo Pérez Garcia-Villoslada un contrat de liquidité portant sur (a) les 63.666 actions Antevenio pouvant résulter de l'exercice des 63.666 Stock-Options détenues par M. Pablo Pérez Garcia-Villoslada au titre du Plan 2015 (tel que ce terme est défini à la section 6.4.i. ci-dessous), (b) sur les 25.000 actions gratuites devant être attribuées à M. Pablo Pérez Garcia-Villoslada au titre du Plan 2016 (tel que ce terme est défini à la section 6.4.ii. ci-dessous) et (c) les 31.750 actions Antevenio que détient M. Pablo Pérez Garcia-Villoslada à la date du présent document en réponse dans l'hypothèse où il ne les apporterait pas à l'Offre Contractuelle. Ce contrat de liquidité prendrait la forme d'une promesse d'achat consentie par l'Initiateur à M. Pablo Pérez Garcia-Villoslada, exerçable pendant une durée de deux (2) mois à compter de l'acquisition définitive par M. Pablo Pérez Garcia-Villoslada des actions Antevenio au titre du Plan 2015 et du Plan 2016.

En vertu du dispositif convenu à cet effet, le prix de vente par titre applicable en cas de cession à l'initiative de M. Pablo Pérez Garcia-Villoslada sera calculé selon une formule fonction de (i) l'EBIT, (ii) la marge brute et (iii) de la dette financière nette d'Antevenio des douze (12) derniers mois, qui ne comporte aucun minimum garanti au profit de M. Pablo Pérez Garcia-Villoslada et qui, calculée dans des circonstances contemporaines de l'Offre Contractuelle, fait apparaître, par transparence, un prix de l'action Antevenio inférieur à celui proposé dans le cadre de l'Offre Contractuelle.

ii. *Engagement de non-concurrence et de non sollicitation*

Conformément aux termes du *Framework Agreement*, M. Pablo Pérez Garcia-Villoslada s'est par ailleurs engagé à conclure avec la Société un engagement de non-concurrence et de non sollicitation d'une durée de douze (12) mois à compter de la date de cessation des fonctions de M. Pablo Pérez Garcia-Villoslada au sein d'Antevenio en contrepartie d'une indemnité de deux cent mille (200.000) euros.

6.3 Accords conclus avec un manager non mandataire du Groupe

ISP a par ailleurs conclu avec un manager non mandataire social d'Antevenio (le « **Manager** »), le 3 août 2016, un *Framework Agreement* en langue anglaise aux termes duquel ISP, en sa qualité d'actionnaire de contrôle d'Antevenio, s'est notamment engagé à faire en sorte qu'Antevenio attribue au Manager 25.000 actions gratuites au plus tard dans un délai de quatre (4) mois suivant la clôture de l'Offre Contractuelle. L'attribution gratuite d'actions est subordonnée à la présence du Manager au sein la Société au 30 juin 2019.

Par ailleurs, aux termes du *Framework Agreement*, l'Initiateur s'est également engagé à conclure avec le Manager dans des conditions identiques à celles offertes à M. Pablo Pérez Garcia-Villoslada (cf. section 6.2 du présent document en réponse), à la date d'attribution des actions gratuites susvisées, (i) un contrat de liquidité portant sur lesdites actions gratuites et (ii) un engagement de non-concurrence et de non sollicitation d'une durée de douze (12) mois à compter de la date de cessation des fonctions du Manager au sein d'Antevenio en contrepartie d'une indemnité de deux cent mille (200.000) euros.

6.4 Plans d'intéressement

i. *Plan 2015*

Le 16 décembre 2015, le Conseil d'administration de la Société a attribué, à certains dirigeants de la Société, 191.000 Stock-Options donnant droit à 191.000 actions de la Société, au prix d'exercice de 2,59 euros (le « **Plan 2015** »).

La période d'exercice des Stock-Options est fixée du 1^{er} janvier 2018 au 31 décembre 2018. En cas d'opération d'offre publique d'achat, la période d'exercice est accélérée et débutera alors à compter du 1^{er} janvier 2017 pour une durée de deux (2) années.

Les bénéficiaires du Plan 2015 sont les principaux dirigeants d'Antevenio :

- M. Joshua David Novick (*Directeur Général*), 63.667 Stock-Options ;
- M. Pablo Pérez García-Villoslada (*Directeur Financier et Directeur des Opérations*), 63.666 Stock-Options ;
- un autre manager : 63.667 Stock-Options.

ii. *Plan 2016*

A l'issue de l'Offre Contractuelle, conformément aux stipulations des *Framework Agreements* conclus par l'Initiateur avec, respectivement, M. Joshua David Novick, M. Pablo Pérez García-Villoslada et le Manager, il est prévu la mise en place d'un nouveau plan de participation (le « **Plan 2016** ») en faveur des principaux managers de la Société, à savoir M. Joshua David Novick, M. Pablo Pérez García-Villoslada et le Manager.

Ainsi, le Plan 2016 prévoit l'attribution gratuite de (i) 75.000 actions nouvelles au bénéfice de M. Joshua David Novick et (ii) 25.000 actions nouvelles au bénéfice de chacun de M. Pablo Pérez García-Villoslada et du Manager.

L'attribution gratuite desdites actions est subordonnée à la présence des bénéficiaires dans la Société au 30 juin 2018 s'agissant de M. Joshua David Novick et au 30 juin 2019 s'agissant de M. Pablo Pérez García-Villoslada et du Manager.

Les actions seront définitivement émises au profit des trois (3) bénéficiaires susmentionnés après autorisation conjointe et préalable des actionnaires et du Conseil d'administration de la Société dans les quatre (4) mois suivant la clôture de l'Offre Contractuelle.

7. ELEMENTS CONCERNANT LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR LE DÉROULEMENT DE L'OFFRE CONTRACTUELLE

7.1. Structure et répartition du capital de la Société

A la date du présent document en réponse, le capital social de la Société s'élève à 231.412,225 euros, divisé en 4.207.495 actions de 0,055 euro de valeur nominale chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie. La répartition du capital et des droits de vote de la Société est la suivante :

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% droits de vote exerçables	% droits de vote théoriques
Aliada Investment BV	848.976	20,18 %	848.976	21,18 %	20,18 %
ISP Inversiones y Servicios Publicitarios, SL	1.286.071	30,57 %	1.286.071	32,08 %	30,57 %
Sous-total – groupe familial Rodés	2.135.047	50,74 %	2.135.047	53,25 %	50,74 %
Nextstage AM	614.715	14,61 %	614.715	15,33 %	14,61 %
Sunny AM	292.842	6,96 %	292.842	7,30 %	6,96 %
Auto-contrôle	198.348	4,71 %	198.348	-	4,71 %
Flottant	966.543	22,97 %	966.543	24,11 %	22,97 %
Total	4.207.495	100,00 %	4.207.495	100,00 %	100,00 %

7.2. Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions

L'article 18 des statuts de la Société prévoit que « sont autorisés à participer aux Assemblées générales les titulaires possédant, au moins, un nombre d'actions équivalant à un millième du capital social, et dont les actions sont inscrites sur le registre comptable correspondant aux valeurs représentées par le biais d'inscriptions en compte effectuées au moins cinq (5) jours avant la date de réunion et ce à condition qu'ils en conservent la propriété à cette date ».

7.3. Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci

Néant.

7.4. Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel

Néant.

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

A la connaissance de la Société, à la date du présent document en réponse, il n'existe pas d'accords entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions relatives au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote.

7.6. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la Société

7.6.1. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration

Les règles de nomination et de révocation des membres du Conseil d'administration résultent des dispositions légales applicables aux sociétés anonymes de droit espagnol ainsi que de l'article 22 des statuts de la Société.

Le Conseil d'administration de la Société est composé de trois (3) membres au moins et de neuf (9) membres au plus, lesquels ne sont pas tenus d'être actionnaires de la Société.

La nomination et la révocation des membres du Conseil d'administration relèvent de la compétence de l'assemblée générale des actionnaires. Toutefois, en cas de vacance pendant la durée de leur mandat et en l'absence de remplaçants préalablement désignés, le Conseil d'administration peut nommer, parmi les actionnaires, les personnes pouvant occuper les sièges vacants jusqu'à la prochaine réunion de l'assemblée générale.

La nomination d'un membre du Conseil d'administration prend effet à partir de l'acceptation du mandat et pour une durée de quatre (4) ans. Le mandat d'administrateur peut être renouvelé, une ou plusieurs fois, pour des périodes de temps identiques.

Sans préjudice du droit des membres du Conseil d'administration à présenter leur démission à tout moment, l'assemblée générale des actionnaires peut décider de destituer un membre du Conseil, même si cette décision ne fait pas partie de l'ordre du jour de l'assemblée générale. Par ailleurs, les membres du Conseil d'administration ayant commis des actions interdites par les dispositions légales ou ayant des intérêts contraires aux intérêts de la Société peuvent être immédiatement destitués par l'Assemblée générale à la demande de tout actionnaire.

La nomination, la révocation ou la démission des membres du Conseil d'administration doit être inscrite au Registre du Commerce (*Registro Mercantil*).

Quorum pour la constitution de l'assemblée générale et majorité requise pour l'adoption des résolutions

Afin que l'assemblée générale (ordinaire ou extraordinaire) puisse décider valablement, sur première convocation, de la nomination ou de la destitution de membres du Conseil d'administration, les actionnaires présents ou représentés doivent être propriétaires d'au moins 25 % des droits de vote et du capital souscrit. Sur deuxième convocation, l'assemblée est considérée comme valablement constituée indépendamment de tout quorum.

Les résolutions concernant la nomination et/ou la révocation des membres du Conseil d'administration sont adoptées à la majorité simple des voix des actionnaires présents ou représentés à l'assemblée générale des actionnaires.

7.6.2. Règles applicables à la modification des statuts

Toute modification des statuts de la Société relève de la compétence de l'assemblée générale. Les membres du Conseil d'administration rédigent le texte intégral des modifications qu'ils proposent avec un rapport présentant et justifiant lesdites modifications. Chaque article ou groupe d'articles autonomes doit faire l'objet de projets de résolutions séparés.

L'avis de convocation de l'assemblée générale doit inclure de façon claire et explicite les points des statuts de la Société qui feront l'objet de modifications. Il doit également énoncer le droit de tous les actionnaires à (i) prendre connaissance, au siège social de la Société, du texte intégral des modifications proposées, du rapport présentant et justifiant lesdites modifications, et (ii) à demander que ledit texte leur soit adressé gratuitement.

Dans tous les cas, la résolution adoptée portant sur la modification des statuts de la Société fait l'objet d'un acte notarié inscrit au Registre du Commerce (*Registro Mercantil*).

Quorum pour la constitution de l'assemblée générale et majorités nécessaires pour l'adoption des résolutions

Afin que l'assemblée générale (ordinaire ou extraordinaire) puisse adopter toute modification des statuts de la Société sur première convocation, la présence d'actionnaires représentant au moins 50 % du capital souscrit est requise. Sur deuxième convocation, seule est requise la présence d'actionnaires représentant au moins 25 % dudit capital.

En ce qui concerne la majorité requise pour l'adoption de résolutions portant sur des modifications des statuts de la Société, si les actionnaires présents ou représentés représentent plus de 50 % du capital souscrit, la résolution peut être adoptée à la majorité absolue. Sur deuxième convocation, si les actionnaires présents ou représentés représentent au moins 25 % du capital souscrit mais moins de 50 % dudit capital, les résolutions concernées sont adoptées à la majorité des deux-tiers (2/3) des voix des actionnaires présents ou représentés.

7.7. **Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres**

En dehors des pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi espagnole et les statuts de la Société, le Conseil d'administration dispose de délégations accordées par l'assemblée générale des actionnaires en matière d'émission ou de rachat de titres, dont le détail est repris ci-après :

Nature de la délégation et/ou autorisation	Assemblée générale	Durée	Utilisation de la délégation
Autorisation pour l'acquisition par la Société d'actions propres conformément aux normes applicables	22 juin 2016 (5 ^{ème} résolution)	18 mois	Néant

7.8. **Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société**

Le groupe familial Rodès contrôle d'ores et déjà Antevenio. Par conséquent, l'Offre n'impliquera pas de changement de contrôle de la Société.

En tout état de cause, à la connaissance de la Société, il n'existe pas d'accord conclu par la Société susceptible d'être modifié ou résilié en cas de changement de contrôle de celle-ci.

7.9. Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration ou les salariés de la Société s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique.

Les versements de l'intégralité des rémunérations annuelles de M. Joshua Novick et de M. Pablo Pérez García-Villoslada, approuvées par le Conseil d'administration, sont respectivement garantis jusqu'au 30 juin 2018 et au 30 juin 2019, sauf en cas de démission ou de licenciement pour faute grave ou faute lourde.

Le versement de l'intégralité de la rémunération annuelle du Manager est également garanti jusqu'au 30 juin 2019, sauf en cas de licenciement pour faute grave ou faute lourde.

8. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT

Le Conseil d'administration de la Société en date du 30 juin 2016 a désigné le cabinet BM&A Advisory & Support, pris en la personne de M. Pierre Béal et M. Eric Blache, en qualité d'expert indépendant, avec pour mission d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre Contractuelle. Ce rapport, en date du 1^{er} août 2016, est reproduit *in extenso* ci-après.



ANTEVENIO

Calle Marqués del Riscal, 11
28010, Madrid

.....

**ATTESTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT
DANS LE CADRE DU PROJET
D'OFFRE CONTRACTUELLE VOLONTAIRE D'ACHAT
VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE
ANTEVENIO**

.....

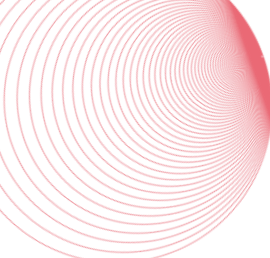
Août 2016

BMA

Advisory & Support

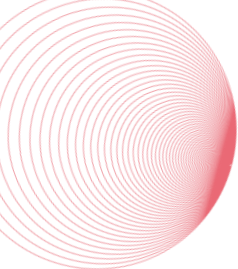
11, rue de Laborde
75008 Paris

• tél. : +33 (0)1 40 08 99 50 •
• fax : +33 (0)1 40 08 99 99 •
• www.bma-paris.com •



SOMMAIRE

1.	CONTEXTE DE L'OPÉRATION	1
2.	PRÉSENTATION DE L'EXPERT INDÉPENDANT	1
	2.1 Missions d'expertise indépendante réalisées au cours des 24 derniers mois.....	2
	2.2 Déclaration d'indépendance	2
	2.3 Rémunération de l'expert.....	2
	2.4 Diligences effectuées par l'expert	3
3.	PRÉSENTATION D'ANTEVENIO.....	6
	3.1 Bref historique et positionnement stratégique	6
	3.2 Performances financières historiques	8
	3.3 Présentation du plan d'affaires.....	11
4.	EVALUATION-----	15
	4.1 Critères et méthodes écartés	15
	4.1.1 Actif net comptable 15	
	4.1.2 Actif net réévalué - ANR 15	
	4.1.3 Actualisation et capitalisation de dividendes 15	
	4.2 Critères et méthodes mis œuvre mais non retenus : évaluation par les transactions comparables.....	16
	4.3 Critères et méthodes retenus.....	16
	4.3.1 Cours de bourse et objectifs de cours des analystes 16	
	4.2.2 Acquisition du Bloc et accords susceptibles d'avoir une influence sur le prix de l'Offre	19
	4.2.3 Evaluation par la méthode des DCF 22	
	4.2.4 Evaluation par les comparables boursiers 26	
5.	ANALYSE CRITIQUE DES TRAVAUX DE LA BANQUE.....	27
	5.1 Méthode des DCF	28
	5.2 Méthode des comparables boursiers.....	29
6.	CONCLUSION -----	29
7.	ANNEXE-----	31
	7.1 Présentation synthétique des comparables des sociétés retenues dans l'échantillon des comparables boursiers	31
	7.2 Activités et principales caractéristiques des sociétés retenues dans l'échantillon des comparables boursiers	31
	7.3 Détail de l'échantillon des transactions retenues.....	40



1. CONTEXTE DE L'OPÉRATION

Le 3 août 2016, la société Antevenio S.A. de droit espagnol (ci-après « Antevenio » ou la « Société »), dont les actions sont admises aux négociations sur le marché Alternext d'Euronext Paris (ES0109429037 – ALANT.PA) envisage d'annoncer l'acquisition par la société Inversiones Y Servicios Publicitarios, SL (ci-après « ISP » ou l'« Initiateur ») auprès de Monsieur Joshua D. Novick, fondateur et dirigeant d'Antevenio, de la totalité des 500 166 actions Antevenio qu'il possède, représentant 11,89 % du capital et des droits de vote de la Société, au prix de 6 € par action (ci-après l'« Acquisition du Bloc »).

A la suite de cette acquisition, la famille Rodés, qui contrôle ISP ainsi que la société Aliada Investments BV, autre actionnaire d'Antevenio et principal actionnaire d'ISP, détiendra indirectement 2 135 047 actions Antevenio soit 50,74 % du capital de la Société, comme l'illustre le tableau ci-dessous :

Antevenio Actionnariat au 30 juin 2016	Actions		Acquisition du bloc	Actions	
	nombre	%		nombre	%
ISP	785 905	18,7%	500 166	1 286 071	30,6%
Aliada Investment BV	848 976	20,2%		848 976	20,2%
Sous-total famille Rodés	1 634 881	38,9%	500 166	2 135 047	50,7%
NextStage	614 715	14,6%		614 715	14,6%
M. Joshua D. Novick	500 166	11,9%	(500 166)	-	-
Sunny AM	292 842	7,0%		292 842	7,0%
Autodétention	198 348	4,7%		198 348	4,7%
Public	966 543	23,0%		966 543	23,0%
Total	4 207 495	100,0%	500 166	4 207 495	100,0%

A l'issue de cette transaction, l'Initiateur lancera une offre contractuelle volontaire d'achat (ci-après l'« Offre ») visant les actions émises par Antevenio qu'il ne détiendrait pas encore, au prix unitaire de 6 €, à l'exception des 198 348 actions autodétenues qui ne seront pas apportées à l'Offre. En conséquence, l'Offre porte sur 1 874 100 actions représentant 44,54 % du capital d'Antevenio.

L'Initiateur n'envisage pas de procéder à une fusion avec la Société, ni de demander à l'AMF la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire ni de déposer un projet d'offre publique de retrait ou de demander la radiation de la cote des actions Antevenio dans les douze mois à venir.

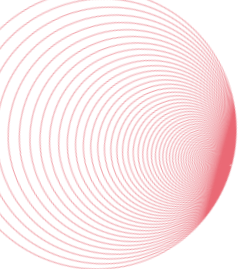
Dans ce contexte, le cabinet BM&A Advisory & Support a été mandaté le 30 juin 2016 en qualité d'expert indépendant par le conseil d'administration d'Antevenio (*Consejo de Administracion*), afin d'apprécier le caractère équitable du prix proposé pour les actions Antevenio dans le cadre de la présente Offre.

Notre intervention s'inscrit dans le cadre de l'article 261-3 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (ci-après l'« AMF ») qui prévoit que tout émetteur ou tout initiateur d'une offre publique d'acquisition peut désigner un expert indépendant qui applique les dispositions du Titre IV du Livre II du règlement général de l'AMF relatives à l'expertise indépendante.

La présente attestation ne constitue pas une recommandation de souscrire ou non à l'Offre.

2. PRÉSENTATION DE L'EXPERT INDÉPENDANT

Le cabinet BM&A Advisory & Support (ci-après « BM&A A&S »), est une société d'expertise comptable inscrite au tableau de l'Ordre des experts-comptables de Paris Ile-de-France. Issu de la scission en 2015 du cabinet BM&A, BM&A A&S est une filiale à 100 % de BM&A Partners, société faîtière du groupe BM&A qui compte environ 100



collaborateurs. L'intégralité du capital de BM&A Partners est détenue directement ou indirectement par ses 18 associés personnes physiques.

BM&A A&S est constitué sous forme de société par actions simplifiée au capital 1 287 474 € ; son siège social est situé 11 rue de Laborde à Paris 8^{ème}.

Le groupe BM&A développe plusieurs activités : audit comptable et financier, évaluation financière et expertise indépendante, consolidation et reporting, prévention et restructuration, transaction services et risques, process et systèmes d'information. Chaque activité, animée par un ou plusieurs associés, dispose d'une équipe dédiée, spécialisée dans son domaine.

Le groupe BM&A jouit d'une expérience reconnue dans les opérations requérant une appréciation indépendante de l'équité entre actionnaires. Il est membre de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI). Le groupe BM&A est doté d'une charte déontologique propre aux missions d'expertise indépendante, téléchargeable sur son site Internet www.bma-paris.com.

2.1 Missions d'expertise indépendante réalisées au cours des 24 derniers mois

Au cours des 24 derniers mois, le cabinet a produit des attestations d'équité dans le cadre des offres publiques suivantes :

Date	Opération	Cible	Initiateur/Bénéficiaire	Banque présentatrice
sept-14	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Visident	Groupe Visident	CM-CIC Securities
oct-14	Offre Publique d'Achat (action, OCEANE)	Club Méditerranée	Gaillon Invest II & Fidelidade	Société Générale, Natixis & CACIB
mai-15	Offre Publique d'Achat Simplifiée	ProWebCE	PWCE Participations	Aurel BGC
sept-15	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Audika	William Demant	Natixis
oct-15	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Schaeffer-Dufour	H.G.D. Participations	Neufilze OBC Corporate
déc-15	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Efeso Consulting	Partners in Action	BNP Paribas
avr-16	Offre Publique d'Echange	Foncière des Murs	Foncière des Régions	BNP Paribas

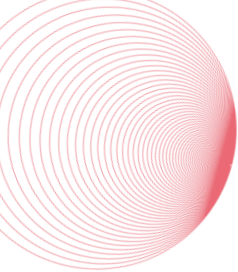
2.2 Déclaration d'indépendance

En application de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF, nous attestons que notre cabinet, et les signataires de la présente, ne se trouvent pas, vis-à-vis de la Société ni de l'Initiateur, de leurs conseils et de leurs actionnaires, dans une des situations de conflit d'intérêts décrites dans l'instruction n°2006-08 du 25 juillet 2006. En particulier, nous attestons que le cabinet et ses associés :

- n'entretiennent aucun lien juridique ou en capital avec les sociétés concernées par l'Offre, ou leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- n'ont procédé à aucune évaluation de la société visée par l'Offre ou qui réalise l'Offre au cours des 18 mois précédant la date de désignation ;
- ne détiennent aucun intérêt financier dans la réussite de l'Offre, ni créance ni dette envers l'une des sociétés concernées par l'Offre ou toute personne contrôlée par ces sociétés ;
- n'ont pas conseillé l'une des sociétés concernées par l'Offre ou toute personne que ces sociétés contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce au cours des dix-huit derniers mois.

2.3 Rémunération de l'expert

La rémunération perçue par BM&A A&S au titre de la présente opération s'élève à 40 000 €, hors taxes et débours.



2.4 Diligences effectuées par l'expert

La présente mission est placée sous la responsabilité de Pierre Béal et d'Éric Blache, associés, assistés de Laurent Peny, senior manager, et des collaborateurs nécessaires à sa bonne exécution. La revue indépendante a été effectuée par Pascal de Rocquigny, associé du cabinet qui n'est pas directement intervenu dans les travaux.

Nous avons effectué nos diligences conformément aux dispositions des articles 262-1 et suivants du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application du 25 juillet 2006 et des recommandations de l'AMF du 28 septembre 2006, modifiées le 27 juillet 2010. Notre intervention s'est effectivement déroulée du 7 juillet 2016 au 1^{er} août 2016, date à laquelle nous avons remis notre rapport définitif.

Au cours de nos travaux, nous nous sommes principalement entretenus avec les personnes suivantes :

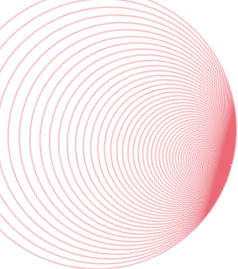
- Monsieur Joshua D. Novick, président du conseil d'administration (CEO) et fondateur d'Antevenio ;
- Monsieur Pablo Pérez Garcia-Villoslada, directeur administratif et financier (CFO) d'Antevenio ;
- Monsieur Gwenaél Le Berre, Madame Claire Barbaret et Monsieur Rémi Pollet, respectivement associé, analyste financier et chargé d'affaires senior chez Invest Securities, conseil de l'Initiateur (ci-après « Invest Securities » ou la « Banque ») ;
- Maître Delphine Vidalenc, avocat chez De Pardieu Brocas Maffei, conseil de l'Initiateur.

Nos travaux ont été réalisés sur la base des documents communiqués par la Société et ses conseils et sur les informations communiquées lors d'entretiens portant notamment sur les points suivants :

- i) la présentation de l'opération envisagée et son contexte ;
- ii) la description de l'activité de la Société, de son marché et de son évolution ;
- iii) les prévisions du plan d'affaires et l'identification des facteurs susceptibles de remettre en cause les hypothèses structurantes de ce plan ;
- iv) les plans d'intéressement des dirigeants et du manager clé, et les mesures d'accompagnement liées à l'Offre (*Liquidity and Non-compete agreements*).

Nos travaux ont principalement consisté à :

- i) prendre connaissance de l'activité d'Antevenio ;
- ii) étudier le contexte général de l'Offre et analyser les accords conclus dans ce cadre ;
- iii) analyser la formation du chiffre d'affaires et des marges historiques de la Société et étudier l'évolution de sa situation financière ;
- iv) analyser les données financières prévisionnelles de la Société sur la base du plan d'affaires détaillé à horizon 2021 communiqué par la banque et validé par le management ;
- v) mettre en œuvre les méthodes d'évaluation des capitaux propres de la Société, jugées pertinentes au cas d'espèce ;
- vi) examiner les accords connexes à l'Offre ;
- vii) prendre connaissance des travaux d'évaluation mis en œuvre par Invest Securities et réaliser un examen critique de leurs travaux ;
- viii) rédiger notre projet de rapport.

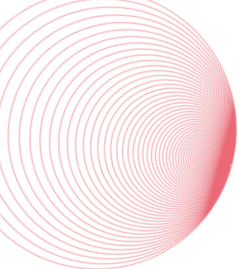


Pour accomplir notre mission, nous avons notamment utilisé les documents et informations qui nous ont été communiqués par la Société et par ses conseils. Il s'agit principalement :

- du plan d'affaires 2016 – 2021 établi par la Banque et validé par le management ;
- du rapport d'évaluation établi le 22 juin 2016 par Invest Securities et sa mise à jour du 29 juillet 2016 ;
- du projet de *Share Purchase Agreement* (le « SPA ») portant sur la cession des actions Antevenio de Monsieur Joshua D. Novick à ISP ;
- des projets de *Framework Agreement* entre Messieurs Joshua D. Novick, Pablo Pérez Garcia-Villoslada et Fernando Sanchez Garate d'une part, et ISP d'autre part ;
- des projets de *Liquidity Agreement* entre Messieurs Joshua D. Novick, Pablo Pérez Garcia-Villoslada et Fernando Sanchez Garate d'une part, et ISP d'autre part ;
- des projets de *Non-compete Agreement* entre Messieurs Joshua D. Novick, Pablo Pérez Garcia-Villoslada et Fernando Sanchez Garate d'une part, et ISP d'autre part ;
- du procès-verbal des décisions de l'associé unique d'Antevenio Publicité SAS du 19 juin 2014, approuvant, entre autres la création de 136 BSA au profit de Messieurs Guillaume Amouyal et Lan Keraval, les promesses de vente des mêmes BSA au profit d'Antevenio S.A., ainsi que les comptes sociaux 2015 d'Antevenio Publicité ;
- le détail des tests de dépréciation établis en mars 2016 par la Société pour les besoins du contrôle de ses comptes 2015 ;
- les éléments de rémunération de Messieurs Joshua D. Novick et Pablo Pérez Garcia-Villoslada ;
- le détail des plans de stock-options 2015 et 2016 ;
- les projets de document d'information et de document en réponse relatifs à l'Offre.

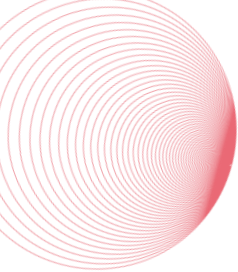
Nous avons utilisé les bases de données financières Eikon de Thomson Reuters et e-Mat. Afin de compléter nos analyses, nous avons également collecté toute information de source publique dont l'exploitation nous a semblé pertinente, en ce compris les rapports annuels et les comptes consolidés de la Société. Enfin, nous avons examiné les rapports annuels et les notes d'analyse disponibles relatifs aux sociétés que nous avons étudiées dans le cadre de la recherche des échantillons de sociétés comparables.

Nos travaux ne consistaient pas à réaliser un audit ou un examen limité des comptes annuels ou des situations comptables au sens des normes d'exercice professionnel de la CNCC ou des normes internationales de l'IFAC. S'agissant des prévisions financières sur lesquelles nous nous sommes basés, la direction d'Antevenio nous a affirmé qu'elles correspondaient à sa vision du développement de la



Société et, qu'à la date d'émission de notre rapport, elle n'a connaissance d'aucun élément susceptible de les remettre en cause.

Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence. Notre opinion est nécessairement fondée sur les conditions de marché, économiques et autres, telles qu'elles existent et telles qu'elles peuvent être actuellement anticipées, ainsi que sur les informations mises à notre disposition.



3. PRÉSENTATION D'ANTEVENIO

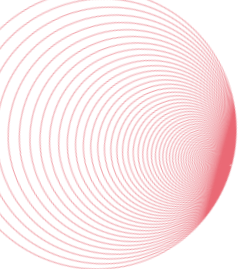
3.1 Bref historique et positionnement stratégique

1.4. Antevenio est une société anonyme de droit espagnol au capital de 231 412,225 €, réparti en 4 207 495 actions de 0,055 € de nominal, totalement souscrites et libérées. Son siège social est situé à Madrid (28010), Calle Marqués de Riscal 11. Introduite en bourse en février 2007, la société est cotée sur le marché Alternext d'Euronext Paris sous le code ISIN ES0109429037. Sa capitalisation boursière atteint environ 21,2 M€ sur la base d'un cours de clôture de 5,04 € relevé le 20 juillet 2016.

Fondée en 1997 par monsieur Joshua D. Novick sous la dénomination sociale d'Interactive Network, Antevenio s'est tout d'abord spécialisée dans le média planning digital, soit une activité de régie publicitaire sur le Web. Portée par la vague Internet, la société a entamé son développement à travers la diversification de ses activités, notamment dans l'e-commerce, et la création de filiales à l'international. Touchée par l'éclosion de la bulle Internet en 2001, la Société met en place un plan de restructuration, réduit son périmètre d'activité et se recentre sur son cœur de métier, le marketing digital. En 2007, l'introduction en bourse de la Société marque le début d'une succession d'acquisitions et de rapprochements (Netfilia en Espagne, Webnation en Italie, Direct Latam au Mexique, Clash Media en France) permettant à la société de diversifier ses compétences sectorielles et d'enrichir son portefeuille international de clients.

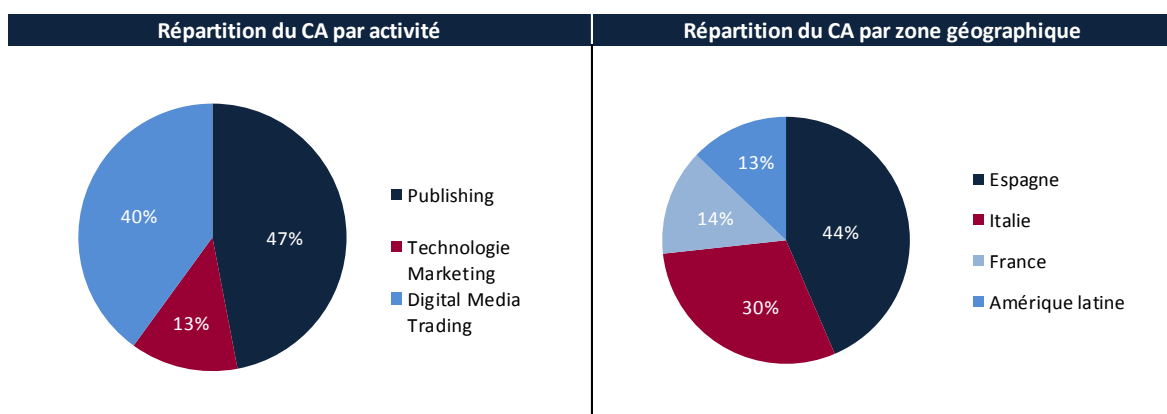
Aujourd'hui, Antevenio propose aux annonceurs une offre complète autour de la publicité digitale. L'activité de la Société s'organise en trois pôles, qui se détaillent comme suit :

- Le pôle Publishing correspond à l'activité de création de contenu en vue de générer une audience propriétaire mise à disposition des campagnes des annonceurs : *marketing à la performance* (génération de ventes online et de leads), *content marketing* et *native advertising*. Ce pôle dispose de trois portails verticaux thématiques : mode (inVIptus), voyages (Le GlobeTrotteur) et emploi (JobenStock) et compte à ce jour 10 millions d'utilisateurs actifs et 8 millions de contacts via les réseaux sociaux (Facebook, Instagram et Twitter) ;
- Le pôle Technologie Marketing regroupe, d'une part, les ventes en mode SaaS du logiciel MDirector, une plateforme professionnelle, GO, qui permet la gestion directe de campagnes marketing digitales et, d'autre part, les services marketing technologiques associés (accompagnement personnalisé en marketing digital, externalisation des campagnes marketing digitales et conseil stratégique). Au 31 décembre 2015, la plateforme MDirector compte plus de 680 clients à travers le monde ;
- Le pôle Digital Media Trading, activité historique, correspond à l'achat-vente d'espaces publicitaires d'éditeurs de sites Internet auprès des annonceurs et des agences de publicité. Ce pôle inclut les activités de régie Rich&Reach, la plateforme digitale dédiée aux contenus Coobis ainsi que les activités de marketing programmatique, de social advertising et d'affiliation.



La Société intervient aussi bien pour des clients institutionnels que de grands groupes privés. Son domaine d'intervention couvre des secteurs divers : automobile (Honda, Toyota, Seat etc.), grande consommation (Walmart, etc.), pharmaceutique (Bayer, etc.) ...

Au 31 décembre 2015, la Société employait environ 160 salariés à travers cinq bureaux dans le monde : Espagne, Mexique, France, Italie et Argentine. Au titre de l'exercice 2015, Antevenio a dégagé un chiffre d'affaires net de 23 M€ et a enregistré une nouvelle progression de ses revenus au premier semestre 2016, avec un chiffre d'affaires de 12,2 M€, en augmentation de 10 % par rapport au premier semestre 2015. La répartition du chiffre d'affaires par activité et par zone géographique se détaille comme suit :



La société entend poursuivre sa croissance grâce au déploiement des solutions technologiques (MDirector) et au développement de nouveaux portails verticaux. Par ailleurs, Antevenio envisage de renforcer sa présence géographique, notamment en Amérique du Sud où la Société est en pleine expansion.

3.2 Performances financières historiques

a) Evolution des résultats

Comme indiqué dans le tableau ci-après retraçant les revenus de la Société des cinq derniers exercices, celle-ci a connu une évolution contrastée de son activité. Après une progression de 5% en 2012, à 24,2 M€, le chiffre d'affaires net a reculé à 20,1 M€ en 2013, soit une baisse supérieure à 17%. A partir de l'année 2014, la Société a retrouvé le chemin de la croissance avec des revenus en progression de 3,2%, puis de 11,3% en 2015, pour s'établir à 23,1 M€.

Résultat en K€	déc-11	déc-12	déc-13	déc-14	déc-15
Chiffre d'affaires	24 198	25 464	20 986	21 419	24 169
Ristournes	(1 172)	(1 270)	(924)	(714)	(1 128)
Chiffre d'affaires net	23 026	24 193	20 062	20 706	23 041
Variation		5,1%	(17,1%)	3,2%	11,3%
Production immobilisée	-	-	-	442	21
Approvisionnements	(10 417)	(11 983)	(9 613)	(10 439)	(10 131)
Marge brute	12 609	12 210	10 449	10 709	12 931
En % du CA	54,8%	50,5%	52,1%	51,7%	56,1%

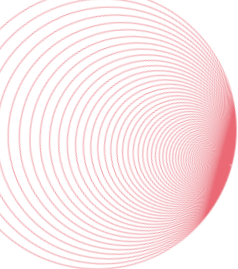
Le recul de l'activité en 2013 s'explique par la combinaison de trois effets :

- la restructuration entamée par la Société afin de se repositionner sur son cœur de métier, « le digital publishing », qui se traduit notamment par la déconsolidation d'Antevenio UK à partir de juillet 2013 ;
- l'augmentation de la concurrence sur les activités de régie, de syndication et d'emailing avec l'arrivée de la publicité programmatique ;
- la crise économique en Espagne et en Argentine.

Cette stratégie de repositionnement opérée par le groupe Antevenio lui permet de renouer avec la croissance en 2014, confirmée en 2015.

Les approvisionnements représentent en moyenne 47,4 % du chiffre d'affaires net au cours des cinq dernières années et correspondent principalement aux achats d'espaces pour les campagnes publicitaires et aux coûts d'acquisition des campagnes sur les réseaux sociaux. Plus précisément, la part croissante de la publicité sur Facebook, activité moins margée, ainsi que le lancement de l'activité portail à l'international, dont les charges directes sont plus élevées l'année de lancement, conduisent à une dégradation du taux de marge brute en 2012 qui s'établit à 50,5 %, contre 54,8 % en 2011. Le recentrage d'Antevenio sur les activités portails et technologie marketing conduit à une amélioration du taux de marge brute qui atteint un point haut de 56,1 % en 2015, marquant ainsi le succès du repositionnement de la Société sur des activités à plus forte marge.

Le compte de résultat de la Société pour la période 2011 – 2015 se présente comme suit :



Résultat en K€	déc-11	déc-12	déc-13	déc-14	déc-15
Chiffre d'affaires	24 198	25 464	20 986	21 419	24 169
Ristournes	(1 172)	(1 270)	(924)	(714)	(1 128)
Chiffre d'affaires net	23 026	24 193	20 062	20 706	23 041
Variation		5,1%	(17,1%)	3,2%	11,3%
Marge brute	12 609	12 210	10 449	10 709	12 931
En % du CA	54,8%	50,5%	52,1%	51,7%	56,1%
Charges de personnel	(7 230)	(7 363)	(7 029)	(7 576)	(8 257)
En % du CA	(31,4%)	(30,4%)	(35,0%)	(36,6%)	(35,8%)
Autres achats et charges externes	(2 658)	(2 505)	(2 719)	(2 791)	(2 639)
Impôts et taxes	(22)	-	-	-	-
Dotations aux provisions sur actif circulant	(208)	(614)	(88)	(320)	(383)
EBITDA	2 490	1 728	612	22	1 653
En % du CA	10,8%	7,1%	3,1%	0,1%	7,2%
Dotations aux amortissements des immobilisations	(1 574)	(1 637)	(1 378)	(236)	(328)
Résultat opérationnel courant	916	91	(766)	(214)	1 324
En % du CA	4,0%	0,4%	(3,8%)	(1,0%)	5,7%
Autres produits et charges opérationnels	1 115	413	154	66	111
Résultat opérationnel (EBIT)	2 031	504	(612)	(148)	1 435
En % du CA	8,8%	2,1%	(3,0%)	(0,7%)	6,2%
Résultat financier	10	(133)	67	(66)	(41)
Résultat avant impôt	2 041	371	(545)	(214)	1 394
En % du CA	8,9%	1,5%	(2,7%)	(1,0%)	6,1%
Charge d'impôt	(917)	(153)	(300)	(271)	(118)
Sociétés mises en équivalence	-	-	(302)	90	-
Dépréciation des écarts d'acquisition et des incorporels	-	-	(4 344)	-	-
Résultat consolidé de l'exercice	1 124	218	(5 491)	(394)	1 276
En % du CA	4,9%	0,9%	(27,4%)	(1,9%)	5,5%
Résultat net des minoritaires	158	66	23	-	-
Résultat net part du groupe	1 282	284	(5 468)	(394)	1 276

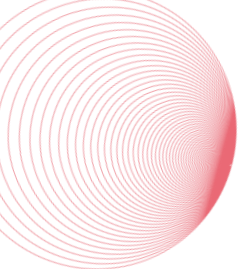
La dégradation du taux de marge brute en 2012, accompagnée d'une augmentation des provisions pour créances douteuses conduit à une baisse de taux de marge d'EBITDA qui passe de 10,8% en 2011 à 7,1% en 2012. Cette phase baissière se poursuit avec l'érosion du chiffre d'affaire en 2013 et l'augmentation des charges de personnel à la suite de la mise en place d'un plan de restructuration des effectifs. Ainsi, le taux de marge d'EBITDA atteint un point bas de 0,1 % en 2014. En 2015, le repositionnement stratégique de la Société et la gestion des charges opérationnelles portent le taux de marge d'EBITDA à 7,2 %.

Les dotations aux amortissements des immobilisations, qui représentent 6,8 % du chiffre d'affaires entre 2011 et 2013, diminuent significativement et représentent en moyenne 1,3 % du chiffre d'affaires au cours des deux derniers exercices. Nous notons toutefois une poursuite des investissements en recherche et développement, intégrés directement dans les charges d'exploitation.

Les autres produits et charges opérationnels, retraités des dépréciations des écarts d'acquisition, sont peu significatifs sur la période et correspondent principalement à des reprises de provisions et à des revenus fiscaux non récurrents en Italie.

Enfin, en 2013 la Société a déprécié ses actifs incorporels pour 4,3 M€ à hauteur de 3,1 M€ pour l'écart d'acquisition des sociétés Mamvo Performance, Codice Barras Network et Antevenio Argentina et pour 1,2 M€ ses logiciels en raison de l'obsolescence technologique, contribuant fortement à la perte de 5,4 M€. Ces dépréciations résultent du plan de restructuration engagé par la Société deux ans auparavant. Le résultat net se redresse à partir de l'exercice 2014 et affiche un bénéfice de 1,2 M€ à la clôture 2015.

b) Evolution de la structure financière



L'actif du bilan fonctionnel de la Société se compose principalement d'écarts d'acquisition pour 6,3 M€, liés aux opérations de rapprochement (cf. supra). Ils sont principalement issus des sociétés Antevenio SRL (3,6 M€) et Antevenio Publicité SARL (2,2 M€). Les autres immobilisations d'exploitation correspondent à des développements d'applications informatiques, du mobilier et du matériel informatique.

Le besoin en fonds de roulement dégagé par l'activité s'améliore à partir de l'exercice 2013, en raison d'une hausse du délai fournisseurs notamment, pour s'établir en moyenne à 0,7 % du chiffre d'affaires au cours des trois derniers exercices.

Bilan fonctionnel en K€	déc-11	déc-12	déc-13	déc-14	déc-15
Immobilisations incorporelles	3 289	2 793	124	677	767
Immobilisations corporelles	582	495	342	250	265
Dépôts	45	52	662	78	76
Immobilisations d'exploitation hors goodwill	3 917	3 340	1 128	1 005	1 108
BFR	656	1 409	151	186	124
En % du CA	2,8%	5,8%	0,8%	0,9%	0,5%
Actifs d'exploitation	4 572	4 749	1 279	1 190	1 232
Goodwill*	7 118	7 872	6 314	6 314	6 314
Actifs d'impôt différé	100	609	609	610	619
Autres actifs financiers courants	4	42	103	59	120
Actifs hors exploitation	7 221	8 523	7 026	6 984	7 052
Actif économique	11 794	13 272	8 305	8 174	8 284

* en 2013, la Société a déprécié trois entités pour un montant de 3,1 M€ et augmenté son investissement dans Antevenio Publicité pour 1,5 M€

S'agissant des ressources de la Société, ses capitaux propres consolidés connaissent une dégradation en 2013 à suite des dépréciations du goodwill notamment, et s'établissent à 11,3 M€ contre 16,5 M€ en 2011 et 2012. Les capitaux propres se stabilisent au cours des trois derniers exercices et s'établissent à 11,5 M€ au 31 décembre 2015.

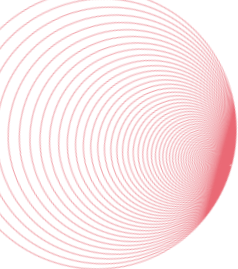
L'endettement financier brut s'établit à 2,6 M€ au 31 décembre 2015 (court et long terme). Il inclut les dettes envers le centre de développement technologique industriel (1,1 M€) et le complément de prix lié à l'acquisition de la société Antevenio Publicité, constaté à hauteur de 1,5 M€. La trésorerie de la Société s'élève à 6,2 M€ à fin 2015. Ainsi, la position financière nette s'élève à +3,5 M€.

Bilan fonctionnel en K€	déc-11	déc-12	déc-13	déc-14	déc-15
Capitaux propres part du groupe	16 480	16 586	11 320	10 993	11 584
Capitaux propres hors groupe	-	-	-	-	-
Capitaux propres consolidés	16 480	16 586	11 320	10 993	11 584
Provisions	61	55	321	195	174
Endettement financier long terme	528	803	1 909	2 040	1 999
Endettement financier court terme	31	43	159	321	629
Trésorerie	(5 453)	(4 391)	(5 405)	(5 376)	(6 154)
Endettement net	(4 894)	(3 546)	(3 337)	(3 014)	(3 526)
Revenus différés	146	176	-	-	53
Capitaux engagés	11 794	13 272	8 304	8 174	8 285

c) Flux de trésorerie

En termes de flux de trésorerie, pour les raisons développées ci-avant, la capacité d'autofinancement s'est dégradée entre 2011 et 2014 en passant de 1,4 M€ à -0,3 M€. Elle se redresse en 2015 après le repositionnement de la Société pour s'établir à près de 2 M€, soit le montant le plus élevé des cinq derniers exercices.

Les ressources de trésorerie ont permis de financer en grande partie les investissements opérationnels (4,1 M€ net en cumul) et la politique de diversification métiers et géographique au travers des acquisitions de sociétés (4 M€ net en cumul).



En 2015, la société a dégagé un cash-flow libre pour l'actionnaire de 0,8 M€. Aucune distribution de dividendes n'a été effectuée au cours des cinq derniers exercices (en k€) :

Tableaux des flux de trésorerie	déc-11	déc-12	déc-13	déc-14	déc-15	Cumul 2011-2015
Bénéfices hors charges d'impôt	2 041	371	(5 191)	(229)	1 394	(1 614)
Dotations et reprises aux amortissements et provisions	1 271	1 631	5 810	588	669	9 968
Subventions d'investissements	(102)	(181)	(176)	-	-	(460)
Charge d'impôt	(917)	(153)	(464)	(120)	(92)	(1 747)
Intérêts minoritaires	(889)	-	-	-	-	(889)
Autres	-	-	302	(564)	1	(261)
CAF	1 403	1 668	281	(326)	1 972	4 997
Variation de BFR	294	73	1 663	(350)	(95)	1 586
Acquisitions d'immobilisations	(2 901)	(1 060)	(119)	323	(413)	(4 170)
Variation de périmètre (y compris paiement différés)	(630)	(1 264)	(2 158)	(1)	-	(4 053)
Autres actifs non courants	-	-	23	27	(151)	(100)
Cash flow libre avant variation de l'endettement	(1 834)	(584)	(309)	(327)	1 314	(1 741)
Variation de l'endettement	409	(586)	1 337	258	(37)	1 381
Opérations avec des actions propres	60	99	-	-	(492)	(333)
Opérations avec des instruments de capitaux propres	-	(203)	-	-	70	(133)
Subventions reçues	114	211	-	-	53	378
Incidence de variation de change	-	-	(14)	40	(128)	(102)
Cash flow libre pour l'actionnaire	(1 251)	(1 062)	1 014	(29)	778	(550)
Distribution de dividendes	-	-	-	-	-	-
Variation de trésorerie	(1 251)	(1 062)	1 014	(29)	778	(550)
Trésorerie à l'ouverture	6 704	5 453	4 391	5 405	5 376	6 704
Trésorerie à la clôture	5 453	4 391	5 405	5 376	6 154	6 154

3.3 Présentation du plan d'affaires

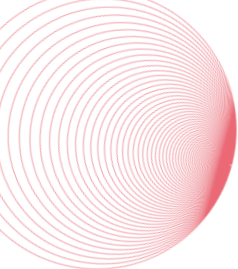
Il convient, tout d'abord, de rappeler que nous avons obtenu deux plans d'affaires : (i) un plan d'affaires détaillé par pays, établi par Invest Securities (ii) et un plan d'affaires global communiqué par la Société. Les écarts entre les deux plans ne sont pas significatifs.

Le plan d'affaires sur lequel se fondent nos travaux couvrant la période 2016 - 2021, est celui établi par Invest Securities avec l'aide de David Rodés, administrateur et actionnaire du groupe Antevenio via ISP. Les hypothèses structurantes de ce plan d'affaires ont été validées par monsieur Pablo Pérez García-Villoslada, directeur administratif et financier du groupe Antevenio.

Le plan d'affaires a été établi par pays, l'activité MDirector ayant été modélisée séparément compte tenu de son lancement récent et de son fort potentiel de croissance.

L'activité MDirector, qui correspond à la vente de logiciels en mode SaaS, affiche une forte progression sur la durée du plan d'affaires, avec un taux de croissance annuel moyen du chiffre d'affaires de 11,2 %. Cette progression s'explique par le développement du portefeuille client en Espagne et en Italie et par le lancement de l'activité en France et en Amérique latine. Le taux de marge d'Ebitda de cette activité, en constante progression, évolue de 10,5 % en 2016 à 26,6 % en 2021, la vente de licence étant par construction, l'activité la plus profitable du groupe.

S'agissant des autres activités en Espagne qui se répartissent en trois segments, le plan prévoit une croissance de l'activité Régie de 6 % sur l'exercice 2016, portée par l'acquisition de la plateforme digitale Coobis. A partir de 2017, cette activité connaît une croissance nulle accompagnée d'une



dégradation de la marge d'Ebitda, de 2,9 % en 2016 à 0,9 % en 2021 traduisant l'anticipation d'une forte concurrence liée à l'arrivée de la publicité programmatique.

Concernant l'activité Portails, le management prévoit une croissance constante du chiffre d'affaires de 2 % jusqu'en 2020, ce taux de croissance étant revu à la baisse en 2021 (1 %). La marge d'Ebitda décroît progressivement sur la durée du plan, de 18,6 % en 2016 à 15,2 % en 2021. En effet, cette activité arrive à maturité en Espagne en raison de la difficulté à trouver de nouvelles thématiques. La croissance du chiffre d'affaires s'explique uniquement par la progression du nombre d'utilisateurs captés sur les réseaux sociaux.

L'activité GO, qui correspond aux services marketing technologiques associés au logiciel MDirector, a été lancée en 2015 et connaît une croissance de 125 % en 2016, puis de 40 % en 2017, puis ralentit progressivement pour atteindre 6 % à horizon 2021. La marge d'Ebitda de cette activité est relativement stable sur la durée du plan d'affaires s'établissant en moyenne à 9,7 %.

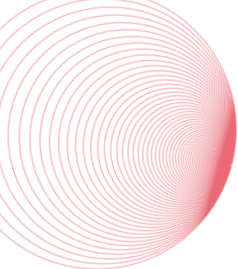
En Italie, le plan d'affaires prévoit un redémarrage de l'activité après une baisse du chiffre d'affaires de 10,3 % en 2015. Ainsi, le chiffre d'affaires affiche une croissance de 6,6 % en 2016, puis de 4,2 % en 2017 et s'établit en moyenne à 2,6 % sur la durée du plan d'affaires. La marge d'Ebitda connaît une nette amélioration et passe de 2,5 % en 2016 à 6,2 % en 2018, puis se stabilise sur les exercices à venir. Le redémarrage de l'activité italienne s'explique principalement par le lancement de l'activité GO, consécutive à la croissance des ventes du logiciel MDirector dans le pays.

Concernant les activités en France, les prévisions affichent une décroissance du chiffre d'affaires jusqu'en 2018 liée à l'augmentation de la concurrence et au ralentissement de l'activité Publishing. Ensuite, le chiffre d'affaires se redresse et affiche une progression de l'ordre de 2 % à horizon 2021 en raison du lancement de l'activité GO. La marge d'Ebitda suit la même tendance que le chiffre d'affaires s'établissant en moyenne à 11,1 % entre 2018 et 2021, contre 7,7 % en 2017 et 14,8 % en 2016.

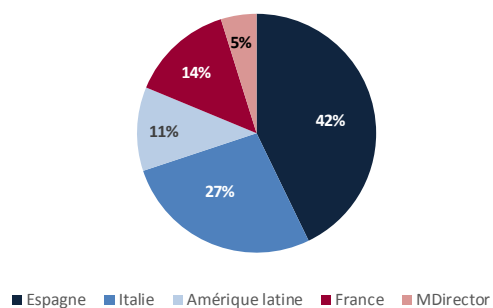
Au Mexique, le lancement des activités Portails et Go conduit à une forte progression du chiffre d'affaires, qui affiche un taux de croissance annuel moyen de 6,2 % sur la durée du plan d'affaires. En effet, le marché de l'e-commerce est en pleine expansion dans le pays et les opportunités y sont très nombreuses. La marge d'Ebitda des activités mexicaines passe de 20,1 % en 2016 à 17,2 % en 2019, puis se stabilise à 15,8 % sur les deux derniers exercices du plan d'affaires.

Compte tenu du poids respectif de chaque entité et de chaque activité, le plan d'affaires anticipe une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires de l'ordre de 4,2 % entre 2016 et 2021, pour un taux d'Ebitda moyen de 11,2 % sur la durée du plan. Il convient de noter que la croissance attendue du chiffre d'affaires en 2016, qui s'établit à 11,2 %, est en ligne avec la publication du chiffre d'affaires du premier semestre 2016, en progression de 10 % par rapport à l'exercice précédent.

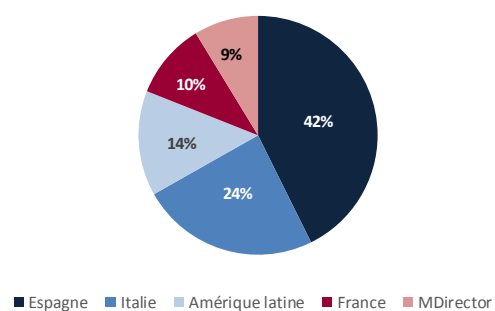
Les graphiques ci-dessous présentent la répartition du chiffre d'affaires par pays en 2015 et en 2021 ainsi que l'évolution du taux de marge d'Ebitda entre 2014 et 2021 :

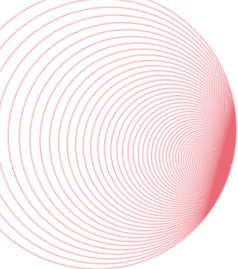


Répartition du chiffre d'affaires en 2015



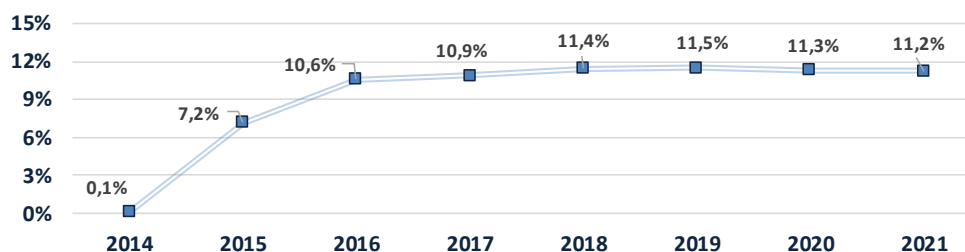
Répartition du chiffre d'affaires en 2021





L'évolution du taux de marge d'Ebitda sur la durée du plan d'affaires se détaille comme suit :

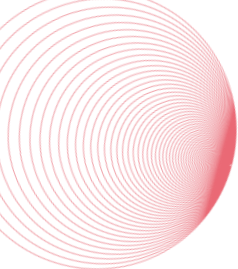
Evolution de la marge d'EBITDA 2014 - 2021



Enfin, le plan d'affaires prévoit :

- un besoin en fonds de roulement représentant 10 % du chiffre d'affaires sur la durée du plan. Cette évolution s'explique par la réduction des délais de paiement des fournisseurs ;
- des investissements, de l'ordre de 430 K€ par an, représentant 1,5 % du chiffre d'affaires, témoignant de la faible intensité capitalistique de l'activité. Ce taux est par ailleurs en ligne avec les dotations aux amortissements de la période et cohérent avec les taux historiques ;
- des dotations aux provisions pour créances douteuses, représentant 1 % du chiffre d'affaires, considérées comme récurrentes dans ce secteur d'activité.

Le taux d'impôt retenu est de 30 % et prend en compte de façon pondérée les taux d'imposition des pays dans lesquels la Société est présente.



4. EVALUATION

Conformément au règlement général et aux recommandations de l'AMF en matière d'expertise indépendante, le prix d'une offre s'apprécie en fonction d'un ensemble de références et de valeurs déterminées par la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères.

4.1 Critères et méthodes écartés

4.1.1 Actif net comptable

L'actif net comptable (ANC) est la différence entre le montant des actifs, comprenant en particulier les écarts d'acquisition liés à la politique de croissance externe de la Société et les éléments incorporels, et l'endettement total. Nous écartons ce critère d'évaluation dans la mesure où il ne prend en compte ni la capacité de la Société à créer de la valeur dans le futur ni ses perspectives de croissance.

A titre d'information, au 31 décembre 2015, l'actif net comptable consolidé part du groupe, sur la base de 4 207 495 actions, ressort à 2,75 € par action.

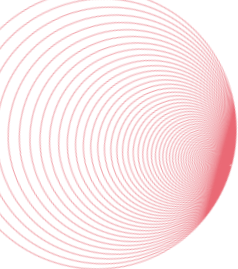
4.1.2 Actif net réévalué - ANR

Cette méthode consiste à déterminer la valeur de marché de tous les postes comptables d'actif et de passif du bilan de la Société. L'application de cette méthode de valorisation consisterait donc, pour l'essentiel, à ré-estimer la totalité des actifs corporels et incorporels figurant ou non à l'actif du bilan, dans la perspective du développement de l'activité, approche globalement mise en œuvre par ailleurs au travers de l'actualisation des flux futurs de trésorerie disponibles. Cette méthode a été écartée dans la mesure où elle n'apporte pas d'élément supplémentaire pertinent à la formation de notre opinion.

4.1.3 Actualisation et capitalisation de dividendes

Ces méthodes d'évaluation consistent à capitaliser un dividende normatif ou à actualiser les dividendes prévisionnels. Elles pourraient s'envisager pour l'évaluation d'une société non cotée poursuivant une politique de distribution régulière et disposant d'une bonne visibilité sur ses résultats, ce qui n'est pas le cas d'Antevenio qui n'a distribué de dividende qu'une seule fois au cours de son histoire (dividende extraordinaire en 2010).

En tout état de cause, il n'existe pas, à notre connaissance, d'estimation fiable du taux de rendement des titres cotés exigé par les actionnaires minoritaires qui serait établie à partir des dividendes escomptés. Dès lors, le mode d'évaluation le plus usuel pour déterminer la valeur d'une participation minoritaire se fonde moins sur les dividendes que sur la totalité de la capacité distributive de la société, ce qu'appréhende la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie.



4.2 Critères et méthodes mis œuvre mais non retenus : évaluation par les transactions comparables

Pour cette approche, nous avons sélectionné un échantillon de 8 transactions portant sur diverses sociétés actives dans le domaine de la publicité en ligne, dont les caractéristiques sont décrites plus précisément en annexe 7.3.

Il en ressort les multiples de CA et d'Ebitda suivants :

	VE / CA		Marge d'Ebitda		VE / Ebitda	
	N	N-1	N	N-1	N	N-1
Echantillon :						
Nb d'observation	8	8	2	4	2	4
Moyenne	1,7x	3,3x	27,6%	33,4%	10,6x	14,4x
Médiane	1,4x	2,3x	27,6%	35,4%	10,6x	10,2x

Les multiples de chiffre d'affaires ne nous semblent pas pertinents, l'activité de régie impliquant de nombreux achats / ventes d'espaces publicitaires ne donnant par une image réelle de l'activité de ces sociétés. Par ailleurs, les données disponibles en termes de rentabilité sur notre échantillon se limitent à deux comparables pour l'année la plus récente (N) lesquels présentent des taux marges significativement supérieurs à ceux d'Antevenio.

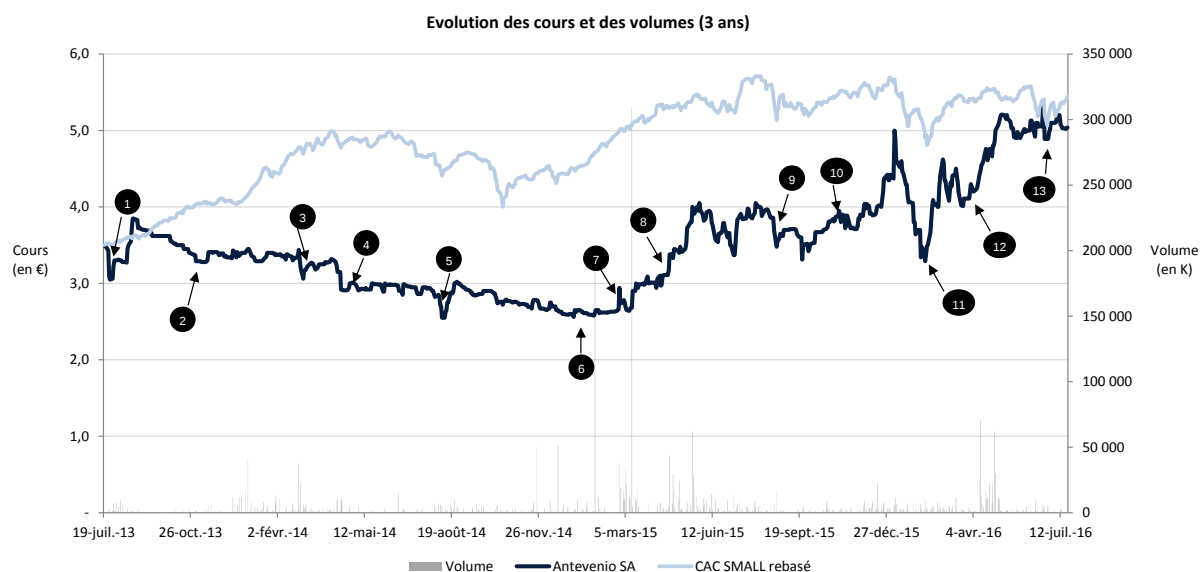
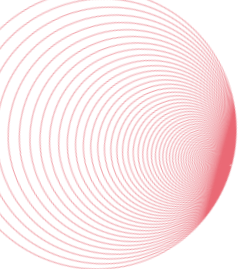
En l'absence d'un nombre suffisant de transactions documentées, dont, par ailleurs, les caractéristiques en termes de marges diffèrent sensiblement de celles de la Société, nous n'avons pas retenu cette approche de valorisation.

4.3 Critères et méthodes retenus

4.3.1 Cours de bourse et objectifs de cours des analystes

L'action Antevenio a été introduite en bourse en février 2007 sur Alternext. Le graphique suivant retrace, sur les 36 derniers mois, l'évolution du cours de clôture de l'action et de l'indice CAC Small², à compter du 20 juillet dernier :

² Avec lequel la Société présente une corrélation plus importante qu'avec l'indice Alternext.

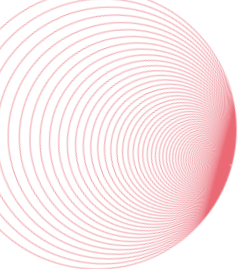


Renvois	Dates	Evènements
1	24-jul.-13	Publication du chiffre d'affaires du premier semestre 2013, en retrait de 9 % par rapport à l'exercice précédent.
2	16-oct.-13	Résultat du S1 2013 où Antevenio annonce vouloir revenir à la rentabilité opérationnelle au second semestre 2013.
3	26-févr.-14	Le groupe publie un CA annuel en baisse de 17 % et prévoit 4 à 5 millions de dépréciations sur l'exercice 2013.
4	9-avr.-14	Résultats annuels 2013 : une perte nette de 5,5 M€ liée aux dépréciations d'actifs et aux amortissements exceptionnels.
5	29-jul.-14	Publication du chiffre d'affaires du premier semestre 2014, en retrait de 3 % par rapport à l'exercice précédent.
6	24-déc.-14	Obtention d'un prêt assorti d'une subvention pour un montant de 0,6 M€ pour le développement de la technologie "True Target".
7	25-févr.-15	Publication du chiffre d'affaires annuel 2014, en hausse de 3,5 % par rapport à l'exercice précédent.
8	24-avr.-15	Publication des résultats annuels 2014 : une nette amélioration de la marge brute et du déficit net.
9	30-jul.-15	Chiffre d'affaires du premier semestre 2015 en hausse de 16%, témoignant d'une reprise de la croissance.
10	26-oct.-15	Antevenio renoue avec les bénéfices au premier semestre 2015.
11	18-févr.-16	Publication du chiffre d'affaires annuel 2015, en hausse de 11 %.
12	11-avr.-16	Résultats annuels 2015 : Antevenio retrouve une rentabilité d'exploitation et affiche un taux de marge brute record de 56,7%.
13	9-juin-16	Antevenio annonce le renforcement de sa direction en Amérique latine.

Au cours des 36 derniers mois, le cours de l'action a évolué dans une fourchette comprise entre 2,5 € et 5,3 €.

Plus précisément, après la publication en juillet 2013 du chiffre d'affaires du premier semestre 2013, qui amène l'action sur les 3,0 €, l'action rebondit au cours de l'été 2013 à l'image des marchés financiers avant d'entamer un mouvement baissier prononcé jusqu'en mars 2015. Cette période est marquée par des publications décevantes avec des résultats annuels 2013 qui font apparaître une décroissance de l'activité et des pertes importantes liées aux dépréciations d'actifs conduisant l'action à passer sous les 3,0 € à partir de février 2014. La publication du chiffre d'affaires du premier semestre 2014 montre une nouvelle baisse de l'activité et entraîne le titre vers un point bas de 2,56 € en décembre 2014.

A partir de janvier 2015, le cours de l'action s'apprécie progressivement à la faveur de la publication des résultats annuels 2014 caractérisés par une reprise de la croissance et une diminution significative des pertes. Le cours atteint ainsi les 4,0 € en juin et juillet 2015 juste avant la publication de son chiffre d'affaires semestriel 2015. A l'occasion de cette publication, marquée par la reprise de la croissance des ventes, une prise de bénéfices conduit le titre à revenir sur les 3,50 €.



Puis, la publication des résultats du premier semestre 2015 en octobre, qui affichent un retour d'Antevenio à la profitabilité, conduit à un mouvement haussier sur le titre qui progresse rapidement pour atteindre les 5,0 € en décembre 2015. La baisse du marché des petites capitalisations jusqu'en février 2015 avec un recul de 16% de l'indice de référence, entraîne l'action à la baisse au début de l'année 2015. L'action repart à la hausse après la publication en février 2016 du chiffre d'affaires annuel 2015, puis à l'annonce en avril 2016, des résultats annuels qui poussent le titre à dépasser les 5 € à partir du mois de juin et à atteindre un plus haut en séance sur la période à 5,33 €, le 23 juin dernier. Depuis, le titre évolue autour de 5,0 €.

Les moyennes de cours arrêtées au 20 juillet 2016, ainsi que les volumes échangés sont résumés dans le tableau ci-après :

Prix et volume quotidien	Haut	Bas	Moyenne pondérée(1)	Volume échangé	Volume moyen quotidien	% capital échangé	% flottant échangé	Jours de cotation
36 mois	5,33	2,51	3,46	2 980 421	3 886	72,1%	308,2%	100,0%
24 mois	5,33	2,51	3,50	2 451 737	4 779	59,8%	253,6%	100,0%
12 mois	5,33	3,15	4,39	889 518	3 448	22,2%	92,0%	100,0%
6 mois	5,33	3,15	4,59	581 028	4 539	14,5%	60,1%	100,0%
3 mois	5,33	4,63	4,94	273 345	4 205	6,8%	28,3%	100,0%
20 jours de bourse	5,33	4,89	4,99	25 511	1 276	0,6%	2,6%	100,0%
Spot	5,04	5,04	5,04	199	199	0,0%	0,0%	

(1) Cours de clôture pondérés par les volumes.

Le cours a atteint le prix proposé par l'Offre de 6 euros, la dernière fois, le 12 juillet 2011

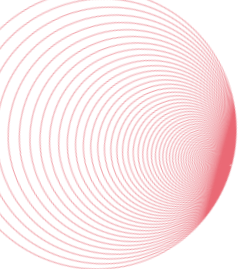
La cotation de l'action montre une liquidité globalement satisfaisante avec, au cours des 12 derniers mois, des échanges équivalents à 22,2 % du capital, soit 92,0 % du flottant³. Le contrat de liquidité signé avec Gilbert Dupont n'est pas de nature à changer cette analyse, les volumes échangés par ce dernier étant inférieur à 1,5% des volumes totaux de la période.

En privilégiant la moyenne pondérée des cours 20 jours, périodes qui intègrent les éléments de marché les plus récents tels que l'annonce du Brexit, la prime extériorisée par le cours de 4,99 € par rapport à l'Offre s'établit à 20,3 %.

Nous retenons cette référence à titre principal compte tenu de la liquidité de l'action et de l'évolution du cours en ligne avec les publications de résultats.

S'agissant des recommandations effectuées par les analystes, les objectifs de cours des deux bureaux d'analystes qui suivent la valeur, compris entre 6,20 € et 6,24 €, sont relativement proches du prix d'Offre comme indiqué dans le tableau ci-dessous :

³ Sur la base d'un pourcentage de flottant représentant 24,1 % du capital.



Société	Analyste	Date	Cours de référence	Recommandation	Objectif de cours = $A1 \times A2 + B1 \times B2$	Résultat par par méthode	
						DCF (A)	Comparables boursiers (B)
Antevenio							
	Greensome Finance	11-avr.-16	4,25 €	Acheter	6,24 €		
					€/ actions (1)	6,56 €	5,50 €
					Pondération (2)	70%	30%

	Gilbert Dupont	13-avr.-16	4,44 €	Acheter	6,20 €		
					€/ actions (1)	5,50 €	6,80 €
					Pondération (2)	50%	50%
Moyenne					6,22 €	6,03 €	6,15 €
Moyenne					6,22 €	6,03 €	6,15 €
Médiane					6,22 €	6,03 €	6,15 €
Max.					6,24 €	6,56 €	6,80 €
Min.					6,20 €	5,50 €	5,50 €

Par rapport à la valeur centrale (6,22 €), le prix d'Offre extériorise une décote de 3,6 %. Toutefois, les deux bureaux d'analyses fondent leur objectif de cours sur une moyenne pondérée de deux méthodes d'évaluation, une approche DCF et une approche par comparables boursiers, qui font apparaître toutes deux des minimums de 5,50 €, soit une prime de 9,1% par rapport au prix de l'Offre.

Nous ne retenons cette référence qu'à titre secondaire dans la mesure où seul un faible nombre d'analystes suivent la valeur et dans la mesure où les résultats par méthode sont relativement éloignés et les pondérations retenues pour la prise en compte des approches de valorisation nous paraissent pouvoir être discutées.

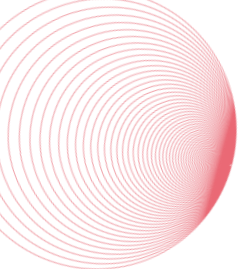
4.3.2 Acquisition du Bloc et accords susceptibles d'avoir une influence sur le prix de l'Offre

a) L'acquisition du Bloc

Comme indiqué dans la partie 1, la présente Offre doit faire suite à la cession, le 3 août 2016, de la participation de 11,89 % dans Antevenio détenue par Monsieur Joshua D. Novick, à une société contrôlée par la famille Rodés, au prix unitaire de 6,00€ par action, soit un montant total de 3 M€.

Cette cession résulte d'un accord, le SPA, entre, d'une part, le fondateur et dirigeant de la Société, Monsieur Joshua D. Novick, souhaitant réaliser sa participation et, d'autre part, le principal actionnaire de la Société, la famille Rodés, désirant accroître sa participation dans le capital d'Antevenio, étant précisé que cette opération lui confère le contrôle préalablement au lancement de l'Offre.

Considérant que la clause d'ajustement de prix contenue dans le SPA est formelle puisqu'elle ne se déclencherait qu'en cas de dépôt d'une offre publique de la part de l'Initiateur dans un délai de six mois à la date d'acquisition, nous tenons le prix offert dans le cadre de l'Acquisition du Bloc pour ferme et définitif. Ainsi, il nous apparaît que ce prix constitue une référence de valorisation dans la mesure où il a été accepté par l'actionnaire fondateur de la Société et par son principal



actionnaire, par ailleurs tous deux acteurs professionnels du secteur dans lequel évolue Antevenio. Par conséquent au regard de la modeste quotité cédée (11,89 %) et de l'absence de processus compétitif d'enchères, nous retenons cette référence de valorisation à titre secondaire, quand bien même cette acquisition conduit l'Initiateur à prendre juridiquement le contrôle.

Ce prix est identique à celui proposé par l'Offre aux actionnaires minoritaires et n'extériorise donc pas de prime.

b) Accords liés à l'Offre

Concomitamment à l'Acquisition du Bloc et afin de s'assurer de la présence de certains dirigeants et collaborateurs clés, dont Monsieur Joshua D. Novick, l'Initiateur a conclu les accords suivants :

- Des *Framework Agreements* (accords-cadres) par lesquels ISP s'engage à obtenir de la Société, dans le cadre du plan d'intéressement 2016 (ci-après le « Plan 2016»), l'attribution d'actions gratuites (AGA) Antevenio au bénéfice de Messieurs Novick (75 000), Pérez Garcia-Villoslada (25 000) et Fernando Garate (25 000) ;
- Des *Liquidity Agreements* (contrats de liquidité) par lesquels ISP s'engage, à la demande des bénéficiaires, à acquérir les actions gratuites susmentionnées, ainsi que les actions issues de l'exercice des BSA du Plan 2015 accordés à Messieurs Novick (63 667 BSA donnant droit à autant d'actions Antevenio), Pérez Garcia-Villoslada (63 666 BSA) et Garate (63 667 BSA), à un prix déterminé selon une formule de calcul.

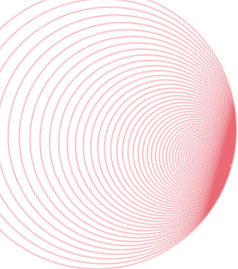
Par ailleurs, dans le cadre des *Framework Agreements*, ces collaborateurs clés ont conclu des *Non Compete Agreements* (accords de non concurrence et de non sollicitation) pour une période de 12 (Messieurs Pérez Garcia-Villoslada et Garate) à 24 mois (Monsieur Joshua D. Novick) à compter de leur départ de la Société, limités aux pays dans lesquels Antevenio est présent ou le serait jusqu'à leur départ.

Nous avons analysé ces accords au regard de l'égalité de traitement entre les actionnaires, et donc plus particulièrement ceux concernant Monsieur Joshua D. Novick.

En premier lieu, il convient de noter que le maintien en fonction durant au minimum deux années de ces dirigeants, et notamment Monsieur Joshua D. Novick, apparaît indispensable à l'Initiateur pour la réussite du plan d'affaires élaboré pour les besoins de l'Offre et sur lequel sont basés nos travaux d'évaluation. Dans ce cadre, la rémunération globale du CEO prévue pour 2016 (hors instruments) ne présente pas d'augmentation importante⁴ : elle présente une hausse comprise entre 7 % et 16 % selon nos calculs, en fonction de l'atteinte ou du dépassement des objectifs de chiffre d'affaires et de résultat d'Antevenio fixés par le conseil d'administration fin mars 2016.

Ensuite, le volume du Plan 2016 accordé à Monsieur Joshua D. Novick reste cohérent avec celui octroyé au titre du plan 2015, même si la nature de l'instrument diffère (75 000 AGA pour le Plan

⁴ Partant d'une base 2015 paraissant raisonnable, située dans le second quartile des rémunérations tirées du rapport 2013 de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise et la rémunération des dirigeants des valeurs moyennes et petites, p. 54 et 55.



2016 contre 63 667 BSA avec un prix d'exercice de 2,59 €). En outre, son octroi est conditionné au maintien en fonction des bénéficiaires (absence de démission ou de départ fautif) pendant une durée de deux ans pour Monsieur Joshua D. Novick (au 30 juin 2018), et trois ans pour Messieurs Pérez Garcia-Villoslada et Garate (au 30 juin 2019).

S'agissant des Liquidity Agreements accordés aux bénéficiaires des BSA et des AGA et dont la mise en œuvre par ces derniers dépend des conditions de marché de l'action Antevenio au moment de l'attribution définitive, nous avons approché les prix de sortie par action (faisant intervenir la marge brute, l'Ebit et la position financière nette de la Société) sur la base des comptes clos au 31 décembre 2015, mais également sur celle des agrégats actualisés du plan d'affaires utilisé dans nos travaux. La mise en œuvre de la formule de calcul contenue dans l'accord à la date présente conduit à une valeur par action sensiblement inférieure au prix proposé par l'Offre. La prise en compte des agrégats 2016 et 2017, qui concernent donc le cas de Monsieur Joshua D. Novick, ne permet pas non plus d'atteindre le prix d'Offre. Seule l'intégration des agrégats 2018, qui concernent Messieurs Pérez Garcia-Villoslada et Garate, conduit à un prix par action dépassant légèrement le prix d'Offre (3%).

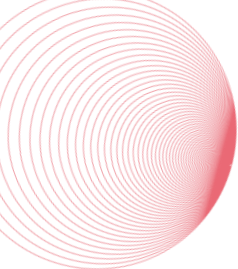
Concernant ensuite les *Non Compete Agreements*, qui prévoient le versement d'une somme⁵ comprise entre 200 000 € (pour Messieurs Pérez Garcia-Villoslada et Garate) et 500 000 € (pour Monsieur Joshua D. Novick) étalé sur la durée de l'accord (entre 12 et 24 mois), nous relevons que ces indemnités respectent les préconisations du code AFEP-MEDEF en ne dépassant pas deux ans de rémunération.

Enfin, nous constatons que le cumul des avantages accordés (augmentation de salaires, AGA⁶ et indemnités liées à l'accord de non-concurrence) impacte faiblement le prix d'Offre : moins de 4% s'agissant de Monsieur Joshua D. Novick seul, moins de 7 % si l'on considère l'ensemble des bénéficiaires.

Compte tenu des développements ci-avant, nous n'identifions pas d'élément susceptible de remettre en cause l'égalité de traitement entre les actionnaires.

⁵ Assortie d'un intérêt de 2 % par an à compter du 1^{er} juin de chaque année.

⁶ Evaluées pour les besoins de l'exercice 6 € par action.



4.3.3 Evaluation par la méthode des DCF

a) Prévisions

Nos travaux sont basés sur les prévisions 2016-2021 du plan d'affaires décrit au paragraphe 3.3, établi par l'Initiateur et validé par le management (même si celui-ci envisage une croissance et une rentabilité légèrement plus élevées à moyen terme).

Nous considérons que ce plan intègre des hypothèses raisonnables s'agissant de la croissance des revenus, sur un rythme équivalent à celui de ses concurrents, et des taux de profitabilité en hausse comparés à ceux observés historiquement et cohérents avec ceux des comparables. Néanmoins nous remarquons que le plan intègre une hausse continue des revenus alors que ce secteur subit historiquement des mutations rapides de modèle économique.

La publication du chiffre d'affaires semestriel 2016 confirme que la Société est en ligne avec son budget annuel ; en conséquence nous avons débuté l'actualisation des flux au 30 juin 2016. A l'issue de l'horizon explicite, la croissance de l'activité du dernier exercice est de l'ordre de 2,4 % pour le chiffre d'affaires global mais pour certaines activités, notamment concernant l'activité MDirector, la croissance est supérieure à 5%. Or, le taux de croissance à l'infini retenu est de 1,5 %, nous avons donc prolongé l'horizon explicite du plan d'affaires de quatre années au-delà de 2021 afin de réaliser un atterrissage de la croissance.

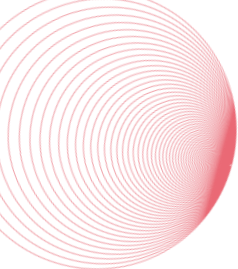
Nous avons corrigé le montant de BFR qui est évalué à 10 % du chiffre d'affaires dans les flux prévisionnels qui nous ont été communiqués, pour retenir un taux de 5%. Ce taux nous est apparu plus en ligne avec les niveaux historiques de l'ordre de 1% tout en tenant compte des dégradations des conditions de paiements envisagées par le management. L'incidence sur la valeur de cette hypothèse est présentée en analyse de sensibilité.

b) Taux d'actualisation et de croissance à l'infini

Selon nos calculs, le taux d'actualisation, qui correspond à un coût du capital puisque la Société présente une trésorerie nette excédentaire, s'établit à 11,06 %. Nous retenons dans nos approches d'évaluation un taux de 11 % paramétré comme suit :

- un bêta de 0,83, égal à la moyenne pondérée par leur coefficient de détermination, elle-même lissée sur trois mois, des bêtas historiques calculés sur 3 ans, des sociétés de l'échantillon des comparables boursiers qui présentent tous (excepté NetBooster SA) une position de trésorerie excédentaire comparable en valeur relative à celle d'Antevenio (cf. annexe 7.1) ;
- la moyenne au 30 juin 2016 sur 3 mois des estimations de la prime de risque anticipée pour les actions composant un indice large de plus de 1 200 valeurs européennes⁷, soit 8,16 % ;

⁷ Statistiques calculées sur la base de la méthodologie Fairness Finance et pour un échantillon d'une taille moyenne de 8 Mds€ de capitalisation boursière.



- un rendement moyen sur 3 mois des OAT TEC10, au 30 juin 2016, soit 0,46 % ;
- une prime de 3,45 % traduisant l'exigence de rendement accrue de la part des investisseurs pour les sociétés de taille inférieure à la moyenne de l'échantillon de référence⁸ ;
- une prime spécifique de 0,40 % au titre du risque pays lié aux flux réalisés au Mexique, qui présente un environnement économique et politique moins stable que les pays européens⁹ ;

Pour le calcul de la valeur terminale à fin 2025, nous optons pour une formule de rente à l'infini qui suppose, à marges constantes, un taux de croissance du cash-flow de 1,50 % par an. Ce taux est cohérent avec ceux observés dans les notes d'offre visées par l'AMF et dont la médiane s'établit à 1,55 % au cours des 6 derniers mois.

Compte tenu de ces hypothèses, le taux de capitalisation du cash-flow normatif s'établit à 9,5 % (11,0 % - 1,5 %).

c) Passage de la valeur présente des flux à la valeur par action

Nous avons retenu un nombre d'actions de 4 200 147 diminué des actions propres et augmenté des actions issues des BSA :

	Nombre
Actions composant le capital social	4 207 495
Actions propres	(198 348)
Actions issues de l'exercices des BSA	191 000
Total	4 200 147

Les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres sont les suivants :

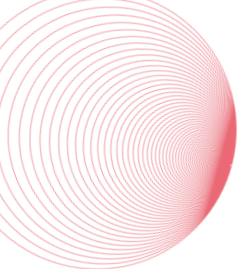
Eléments de passage de la VE à la VCP (K€)	31-déc-15
Position financière nette	4 526
Economies d'impôts	1 262
Produits d'exercice des BSA	492
Autres éléments	(87)
Total	6 193

Ces éléments reposent pour la plupart sur les données bilanciellles au 31 décembre 2015, ajustées du complément de prix à verser à la direction d'Antevenio Publicité dans le cadre des accords conclus lors de son acquisition en 2012¹⁰, et du produit des 191 000 BSA du plan 2015.

⁸ Statistique calculée en utilisant la méthodologie Fairness Finance consistant en une régression logarithmique des primes de risques individuelles composant l'échantillon de plus de 1 200 valeurs européennes en fonction de leur capitalisation boursière.

⁹ Taux déterminé sur la base de la prime pays calculée par Damodaran selon le rating du pays qui pour le Mexique s'établit à 1,85 % et que nous avons pondéré par le chiffre d'affaires réalisé dans cette zone à l'issue du plan d'affaires de l'horizon explicite.

¹⁰ Au 31 décembre 2015, la dette comptabilisée découlant de l'accord signé avec l'équipe de direction d'Antevenio Publicité était de 1 500 K€ (Note 6 et 12 des états financiers consolidés au 31 décembre 2015). Compte tenu des performances financières de



La valeur des économies d'impôts résulte de la consommation sur 7 ans des déficits reportables des sociétés espagnoles et françaises d'un montant initial de 5,2 M€ dont 0,5 M€ a été activé dans les comptes aux 31 décembre 2015.

La rubrique « autres » se compose principalement de provisions liées aux personnels et d'un montant de subvention perçu au cours du premier semestre 2016.

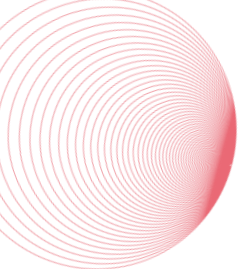
Le passage de la valeur d'entreprise à la valeur par action est détaillé ci-après :

Valeur des capitaux propres DCF	K€
Valeur présente des flux de trésorerie	9 818
<i>Cash flow terminal</i>	<i>2 041</i>
<i>Valeur terminale</i>	<i>21 487</i>
Valeur présente de la valeur terminale	7 973
Valeur d'entreprise	17 791
Position financière nette	4 526
Economie d'impôts	1 262
Autres éléments	405
Valeur des capitaux propres	23 984
<i>Nombre d'actions (dilué, net de l'autocontrôle)*</i>	<i>4 200</i>
Valeur en € par action	5,71 €

* 4 207 495 - 198 348 + 191 000

La valeur centrale de l'action obtenue par la méthode des DCF est de 5,71 € par action Antevenio. Le prix offert de 6,00 € par action présente ainsi une prime de 5,1% par rapport à cette valeur.

cette société au 31 décembre 2015 et de son budget 2016, Antevenio évalue à 500 K€ le solde à payer, soit un ajustement de la dette financière de 1 000 K€.



d) Analyses de sensibilité

Nous avons développé plusieurs analyses de sensibilité afin de mesurer l'incidence sur la valeur des principaux paramètres d'évaluation notamment ceux dont le niveau actuel ou prévisionnel présente une incertitude. Il s'agit de :

- Taux d'actualisation / Variation du pourcentage de BFR pour la durée du plan d'affaires

		CMPC				
		10,00%	10,50%	11,00%	11,50%	12,00%
Variation du pourcentage de BFR	3,00%	6,39	6,11	5,86	5,64	5,43
	4,00%	6,31	6,03	5,79	5,56	5,36
	5,00%	6,24	5,96	5,71	5,49	5,28
	6,00%	6,16	5,88	5,64	5,41	5,21
	10,00%	5,85	5,58	5,33	5,11	4,92

- Taux d'actualisation / Variation du taux d'Ebit de la valeur terminale

		CMPC				
		10,00%	10,50%	11,00%	11,50%	12,00%
Variation du taux d'EBIT	7,70%	5,96	5,71	5,49	5,28	5,10
	8,20%	6,10	5,84	5,60	5,38	5,19
	8,70%	6,24	5,96	5,71	5,49	5,28
	9,20%	6,37	6,08	5,82	5,59	5,38
	9,70%	6,51	6,20	5,93	5,69	5,47

- Taux d'actualisation / Taux de croissance à l'infini :

		CMPC				
		10,00%	10,50%	11,00%	11,50%	12,00%
Croissance à l'infini	1,10%	6,14	5,87	5,64	5,42	5,23
	1,30%	6,19	5,92	5,67	5,45	5,26
	1,50%	6,24	5,96	5,71	5,49	5,28
	1,70%	6,29	6,00	5,75	5,52	5,31
	1,90%	6,35	6,05	5,79	5,55	5,34

Ces analyses permettent d'établir que la valeur qui s'inscrit dans la fourchette la plus large est celle résultant des variations du taux d'actualisation et du taux de marge d'EBIT, soit entre 5,38 € et 6,08 €, sur lesquelles le prix d'Offre extériorise respectivement une prime de 11,4% et une décote de 1,3%.

4.3.4 Evaluation par les comparables boursiers

Pour la mise en œuvre de cette méthode, nous avons sélectionné un échantillon de huit sociétés actives dans le domaine de l'édition et des technologies marketing via internet et les réseaux sociaux, dont les caractéristiques sont décrites plus précisément en annexe 7.1 et 7.2. Nous avons calculé les multiples implicites extériorisés par les moyennes 20 jours des cours de bourse au 11 juillet 2016. Nous privilégions le multiple d'Ebitda. D'une part, le chiffre d'affaires n'est pas pertinent dans les activités de régies et, d'autre part, le multiple d'Ebit est pollué par les différences d'approches comptables s'agissant de sociétés cotées à la fois sur Alternext et Euronext¹¹ :

Société	VE (en M€)	Marge d'EBITDA (en %)			VE / EBITDA (x)		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017
1000mercis SA	119,3	22,4%	22,9%	22,9%	10,1x	8,5x	7,3x
Hi Media SA	7,3	-10,0%	1,6%	4,1%	ns	7,3x	2,9x
Triboo Media SpA	28,9	19,9%	20,0%	19,9%	4,4x	3,7x	3,5x
Weborama SA	44,2	13,0%	15,0%	15,9%	13,0x	9,6x	7,9x
Bilendi SA	13,2	12,8%	15,9%	19,2%	5,1x	3,7x	2,7x
Netbooster SA	49,0	14,8%	15,0%	14,0%	8,9x	8,2x	8,2x
Groupe Concoursmania SA	7,8	-4,3%	4,3%	10,0%	ns	9,8x	3,7x
Criteo SA	2 327,7	27,0%	28,5%	30,4%	18,2x	12,8x	9,7x
Moyenne	325	11,9%	15,4%	17,0%	9,9x	7,9x	5,7x
Moyenne hors extrêmes	44	13,1%	15,5%	17,0%	9,3x	7,8x	5,6x

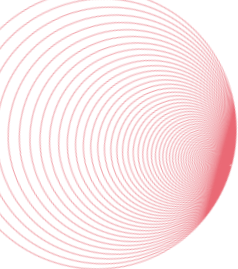
Appliqués aux agrégats d'Antevenio de 2015 à 2017, la valeur des capitaux propres s'inscrit dans une fourchette de valeurs comprises entre 5,12 € et 6,53 €, avec une valeur centrale de 5,70 €, comme détaillé dans le tableau ci-dessous :

	2015	2016	2017	Moyenne
Agrégats Antevenio	1 653	2 712	2 985	2 450
Multiple	9,3x	7,8x	5,6x	
Valeur d'entreprise	15 320	21 249	16 689	17 753
Position financière nette		6 193		6 193
Valeur des capitaux propres	21 514	27 442	22 883	23 946
<i>Nombre d'actions (dilué, net de l'autocontrôle)*</i>		4 200		
Valeur en € par action	5,12 €	6,53 €	5,45 €	5,70 €

Le prix d'Offre de 6,0 € fait ressortir une prime de 17,1 % sur la valeur minimum, une prime de 5,2 % sur la valeur centrale et une décote de 8,2 % sur la valeur maximum.

Il convient de noter que retenir le multiple hors extrêmes revient à éliminer le multiple de Criteo dont la valorisation boursière dépasse les 2 Md€. En conséquence, nous n'avons pas retenu de décote de taille entre Antevenio et les sociétés comparables composant notre échantillon. L'absence de décote a bien entendu, une incidence favorable sur la valeur.

¹¹ Pour Alternext, les sociétés peuvent faire le choix d'arrêter leurs comptes selon le règlement CRC n° 99-02.



5. ANALYSE CRITIQUE DES TRAVAUX DE LA BANQUE

Conformément à l'instruction 2006-08 du 25 juillet 2006, nous avons conduit une analyse critique des travaux d'évaluation réalisés par Invest Securities (ci-après la « Banque »).

Les valeurs centrales auxquelles la Banque et nous-mêmes aboutissons en fonction des méthodes et critères utilisés sont présentées ci-après :

en € par action Antevenio	Banque	BM&A
Cours de bourse ⁽¹⁾		
12 mois	4,39 €	4,39 €
6 mois	4,59 €	4,59 €
3 mois	4,93 €	4,94 €
20 jours ⁽²⁾	n.d	4,99 €
Spot	5,03 €	5,04 €
Objectif de cours des analystes	6,22 €	6,22 €
DCF		
Valeur centrale	5,53 €	5,71 €
Borne basse	5,28 €	5,38 €
Borne haute	5,82 €	6,08 €
Méthodes analogiques		
Multiple boursiers	5,94 €	5,70 €
Borne basse	5,57 €	5,12 €
Borne haute	6,31 €	6,53 €
Transaction récente sur le capital	6,00 €	6,00 €

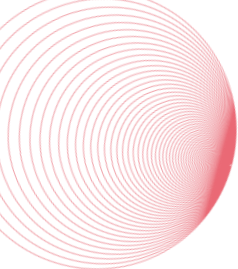
⁽¹⁾ au 19 juillet 2016 pour la Banque et au 20 juillet 2016 concernant l'Expert

⁽²⁾ non indiqué par la Banque

En premier lieu, il convient de noter que la Banque et nous-mêmes avons retenu des références et méthodes d'évaluation identiques. Ensuite, nous relevons sans surprise que les références suivantes de valorisation présentées par la Banque ne présentent pas d'écart avec les nôtres : (i) les objectifs des analystes, (ii) la transaction réalisée avec Monsieur Joshua D. Novick et (iii) le cours de bourse.

La Banque a également exclu la référence à la méthode des transactions comparables.

En revanche, la mise en œuvre des méthodes d'évaluation, DCF et comparables, aboutit à des écarts entre nos travaux respectifs qui sont analysés dans les développements ci-après.



5.1 Méthode des DCF

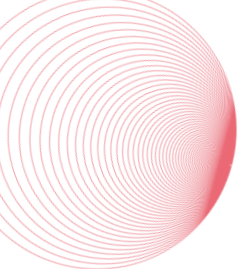
La mise en œuvre de cette méthode conduit à des résultats proches mais les détails des calculs révèlent des écarts plus marqués selon les rubriques, comme le montre le tableau suivant :

DCF Valeur des capitaux propres en M€	Banque A	BM&A B	Ecart A-B
Valeur d'entreprise	17,1	17,8	(0,7)
Trésorerie au 31 décembre	6,2	6,2	(0,0)
Dette financière	(1,1)	(1,1)	(0,0)
Economies d'impôt	1,1	1,3	(0,2)
Produit d'exercice des BSA	0,5	0,5	(0,0)
Complément de prix sur filiale française	(0,4)	(0,5)	0,1
Autres	(0,2)	(0,1)	(0,1)
Total passage VE - VCP	6,1	6,2	(0,2)
Valeur des capitaux propres	23,2	24,0	(0,8)
<i>Nombre d'actions (net de l'autocontrôle)</i>	<i>4 200,1</i>	<i>4 200,1</i>	-
Valeur en € par action	5,53 €	5,71 €	(0,18) €

Nous avons utilisé le même plan d'affaires que la Banque, lequel a été bâti selon les éléments communiqués par l'Initiateur, prolongé ce plan d'affaires de quatre exercices pour notre part (cinq années pour la Banque), retenu le même niveau de position financière nette prévue au 31 décembre 2015.

Cependant, les valeurs d'entreprise diffèrent de 0,7 M€, ce qui s'explique principalement par le fait que :

- la Banque a considéré un BFR proche de 10 % du chiffre d'affaires alors que nous avons normalisé le BFR à 5 % du chiffre d'affaires qui nous est apparu plus conforme aux états financiers historiques ;
- la Banque a retenu un taux d'actualisation de 11,5 % alors que nous avons retenu un taux d'actualisation de 11 %.



5.2 Méthode des comparables boursiers

Nous avons retenu un échantillon plus large que la Banque avec trois sociétés supplémentaires (Criteo, Weborama, Triboo Media), et considéré uniquement l'Ebitda mais en incluant l'exercice 2015, alors que la Banque a choisi les agrégats prévisionnels, Ebitda et Ebit, pour les exercices prévisionnels 2016 et 2017 :

Comparables boursiers Valeur des capitaux propres en M€	Banque A	BM&A B	Ecart A-B
Multiples Ebitda - Ebit	x6,1 - x6,45	x7,6 - n.a	
Agrégats utilisés	2016 et 2017	2015, 2016 et 2017	
Valeur d'entreprise	18,9	17,8	1,1
Éléments passage VE/VCP	6,1	6,2	(0,1)
Valeur des capitaux propres	24,9	23,9	1,0
Nombre d'actions (net de l'autocontrôle)	4 200	4 200	-
Valeur en € par action	5,94 €	5,70 €	0,24 €

La différence entre les valeurs d'entreprise provient principalement :

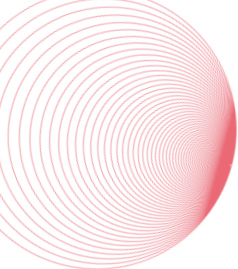
- de notre choix de retenir l'agrégat 2015 qui nous permet de présenter une valeur reposant uniquement sur les réalisations de la Société et non sur des agrégats prévisionnels ;
- du multiple d'Ebit retenu par la Banque que nous avons préféré ne pas exploiter compte tenu des différences de méthodes comptables utilisées entre les sociétés de notre échantillon.

6. CONCLUSION

Le tableau ci-après récapitule les fourchettes de valeurs de l'action Antevenio auxquelles nous parvenons ainsi que les primes et décotes extériorisées par le prix de 6,0 € par action proposé dans le cadre de la présente Offre :

Méthodes / Critères		Valeur par action			Primes / (Décotes)		
		Min.	Centrale	Max.	Min.	Centrale	Max.
Cours de bourse ⁽¹⁾ (cours moyen pondéré)	12 mois	3,15 €	4,39 €	5,33 €	90,5%	36,7%	12,6%
	6 mois	3,15 €	4,59 €	5,33 €	90,5%	30,7%	12,6%
	3 mois	4,63 €	4,94 €	5,33 €	29,6%	21,5%	12,6%
	20 jours	4,89 €	4,99 €	5,33 €	22,7%	20,3%	12,6%
	spot	5,04 €	5,04 €	5,04 €	19,0%	19,0%	19,0%
DCF ⁽¹⁾	Valeur centrale	5,38 €	5,71 €	6,08 €	11,4%	5,1%	-1,3%
Comparables boursiers (VE/EBITDA) ⁽¹⁾	Agrégats 2015-2017	5,12 €	5,70 €	6,53 €	17,1%	5,2%	-8,2%
Objectifs de cours des analystes	avr-16	6,20 €	6,22 €	6,24 €	-3,2%	-3,6%	-3,9%
Bloc	août-16		6,00 €			0,0%	

⁽¹⁾ Critères ou méthodes retenus à titre principal



Les conclusions de nos travaux résultent de la mise en œuvre d'une approche multicritères ayant principalement reposé sur les méthodes d'actualisation des flux futurs de trésorerie et les comparables boursiers ainsi que sur le critère du cours de bourse.

La référence à l'Acquisition du Bloc, qui ne présente naturellement ni prime ni décote par rapport au prix d'Offre, n'est retenue qu'à titre secondaire compte tenu de la taille modeste de la quotité échangée et de l'absence d'un processus compétitif d'enchères ; elle est toutefois représentative d'une participation minoritaire significative qui permet à l'Initiateur d'obtenir la majorité du capital de la Société.

De même, eu égard au faible nombre d'analystes suivant la valeur, nous ne retenons leurs objectifs de cours qu'à titre secondaire, sur lesquels le prix d'Offre extériorise une décote de 3,6 %.

Sur la base d'un flottant représentant plus de 20 % du capital et montrant une liquidité satisfaisante, nous retenons la référence à la moyenne pondérée 20 jours du cours de bourse sur lequel le prix d'Offre présente une prime de l'ordre de 20 %.

La méthode intrinsèque de l'actualisation des flux de trésorerie (méthode DCF) et la méthode des comparables boursiers, que nous retenons à titre principal, présentent des valeurs centrales quasi identiques, environ 5,70 €, faisant apparaître un niveau de prime de l'ordre de plus de 5 %.

Enfin, les analyses relatives aux contrats conclus entre les dirigeants et manager d'une part, et l'Initiateur d'autre part, n'ont pas révélé selon nous, d'éléments susceptibles de remettre en cause l'égalité de traitement entre les actionnaires.

En conséquence, notre opinion est que le prix de 6,00 € proposé dans le cadre d'une offre contractuelle volontaire d'achat, portant sur les actions d'Antevenio, est équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société.

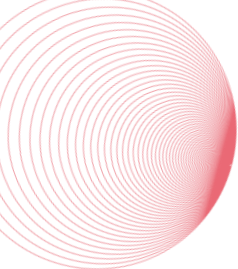
Fait à Paris, le 1^{er} août 2016

BM&A Advisory & Support

Pierre Béal

Eric Blache

Associés



7. ANNEXE

7.1 Présentation synthétique des comparables des sociétés retenues dans l'échantillon des comparables boursiers

Société	Devise de référence	Clôture annuelle	CA (en M€)				TMVA 15-18
			2015	2016	2017	2018	
1000mercis SA	EUR	31-déc.-15	52,7	61,6	71,2	83,6	16,6%
Hi Media SA	EUR	31-déc.-15	64,7	62,5	61,5	63,0	-0,9%
Triboo Media SpA	EUR	31-déc.-15	33,2	38,8	41,1	43,5	9,5%
Weborama SA	EUR	31-déc.-15	26,2	30,6	35,3	38,8	14,1%
Bilendi SA	EUR	31-déc.-15	20,3	22,7	25,5	28,1	11,5%
Netbooster SA	EUR	31-déc.-15	37,2	40,0	43,0	46,0	7,4%
Groupe Concoursmania SA	EUR	31-déc.-15	17,0	18,8	21,1	23,2	10,9%
Criteo SA	EUR	31-déc.-15	473,3	635,8	793,3	930,0	25,2%

Source : Thomson Reuters

* Données rebasées au 31/12/2015

Société	EBITDA (en M€)				Marge d'EBITDA			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
1000mercis SA	11,8	14,1	16,3	19,1	22,4%	22,9%	22,9%	22,8%
Hi Media SA	(6,5)	1,0	2,5	5,0	-10,0%	1,6%	4,1%	7,9%
Triboo Media SpA	6,6	7,8	8,2	8,6	19,9%	20,0%	19,9%	19,7%
Weborama SA	3,4	4,6	5,6	6,5	13,0%	15,0%	15,9%	16,9%
Bilendi SA	2,6	3,6	4,9	5,7	12,8%	15,9%	19,2%	20,4%
Netbooster SA	5,5	6,0	6,0	7,0	14,8%	15,0%	14,0%	15,2%
Groupe Concoursmania SA	(0,7)	0,8	2,1	2,5	-4,3%	4,3%	10,0%	10,6%
Criteo SA	127,8	181,2	241,1	312,1	27,0%	28,5%	30,4%	33,6%

Source : Thomson Reuters

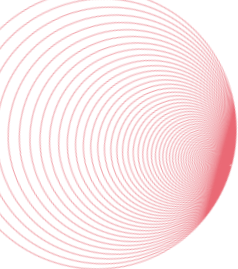
* Données rebasées au 31/12/2015

Société	EBIT (en M€)				Marge d'EBIT			
	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
1000mercis SA	9,5	10,8	13,0	15,4	18,0%	17,5%	18,3%	18,5%
Hi Media SA	(32,4)	(1,5)	0,5	4,0	(50,1%)	(2,4%)	0,8%	6,3%
Triboo Media SpA	4,4	5,4	5,7	6,6	13,3%	13,8%	13,8%	15,1%
Weborama SA	0,8	1,4	1,9	2,3	3,2%	4,6%	5,4%	5,8%
Bilendi SA	1,0	1,9	3,1	3,7	5,1%	8,4%	12,2%	13,1%
Netbooster SA	4,3	5,0	6,0	6,0	11,7%	12,5%	14,0%	13,0%
Groupe Concoursmania SA	(1,6)	0,2	1,4	1,7	(9,2%)	1,1%	6,6%	7,2%
Criteo SA	140,4	126,2	174,4	245,5	29,7%	19,9%	22,0%	26,4%

Source : Thomson Reuters

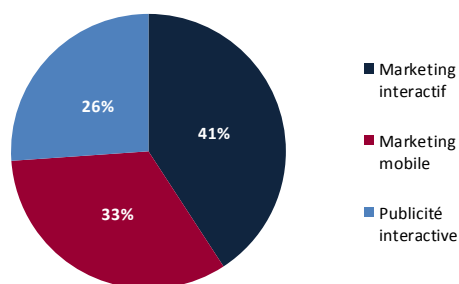
* Données rebasées au 31/12/2015

7.2 Activités et principales caractéristiques des sociétés retenues dans l'échantillon des comparables boursiers



Créée en 2000 et basée en France, 1000mercis est une société spécialisée dans les prestations de publicité et de marketing. La société propose des solutions dans le domaine de la publicité interactive, le marketing interactif et le marketing mobile. Présente à San Francisco, New-York, Londres, Dubaï, Paris, et opérant dans plus de 30 pays avec une équipe de 400 personnes, la société a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 53 M€ en 2015.

Répartition du CA par activité

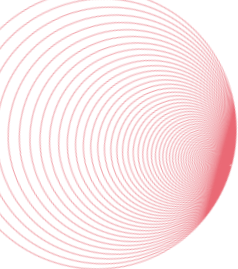


Répartition du CA par zone géographique

N/A

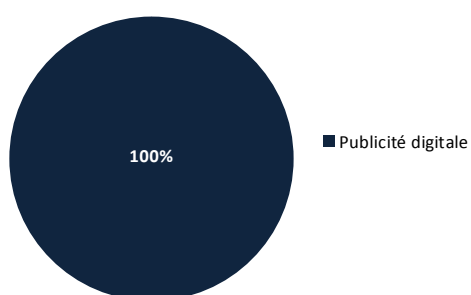
Données financières (en M€)

	2015	2016 E	2017 E	2018 E
Chiffre d'affaires	52,7	61,6	71,2	83,6
EBITDA	11,8	14,1	16,3	19,1
En % du chiffre d'affaires	22,4%	22,9%	22,9%	22,8%
Capitalisation boursière	133,4			
Valeur d'entreprise	119,3			

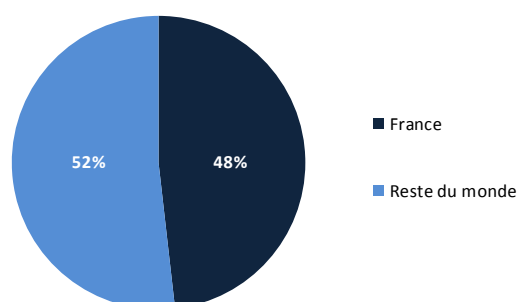


Basée en France, HiMedia Group est une société spécialisée dans les prestations de publicité digitale. Le groupe accompagne les annonceurs, les éditeurs et les commerçants dans le développement de leurs stratégies digitales en proposant une offre centrée sur 4 piliers : Programmatique, Mobile, Vidéo en ligne et Brand Content . Avec 280 collaborateurs, HiMedia Group déploie ses activités en Europe, aux Etats-Unis et en Amérique Latine. En juin 2015, la société s'est séparée de son activité de paiement en ligne (HiPay).

Répartition du CA par activité

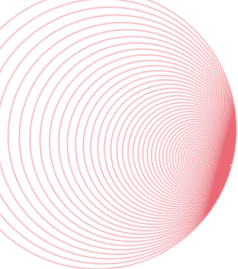


Répartition du CA par zone géographique



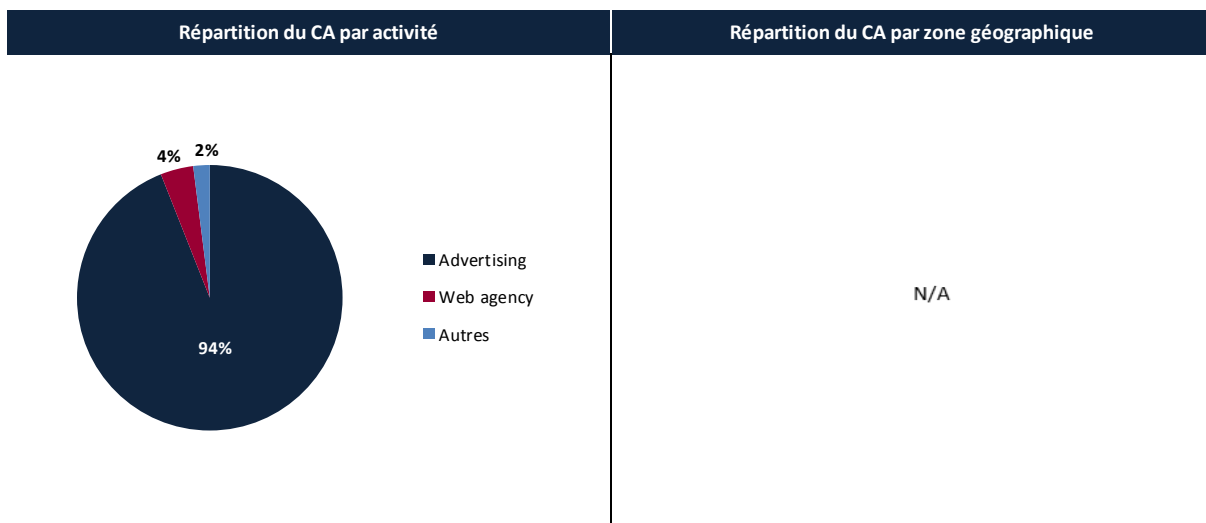
Données financières (en M€)

	2015	2016 E	2017 E	2018 E
Chiffre d'affaires	64,7	62,5	61,5	63,0
EBITDA	(6,5)	1,0	2,5	5,0
En % du chiffre d'affaires	-10,0%	1,6%	4,1%	7,9%
Capitalisation boursière	13,9			
Valeur d'entreprise	7,3			



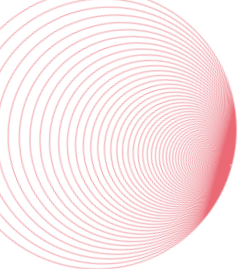
Triboo Media Spa

Fondée en 2008 et basée en Italie, Triboo média est une société spécialisée dans les prestations de publicité et de marketing digital. L'activité du groupe s'articule autour de deux pôles : Advertising et Publishing. Au 31 décembre 2015, la société a réalisé un chiffre d'affaires de 33,3 M€ pour une marge d'Ebitda de 19,9 %.

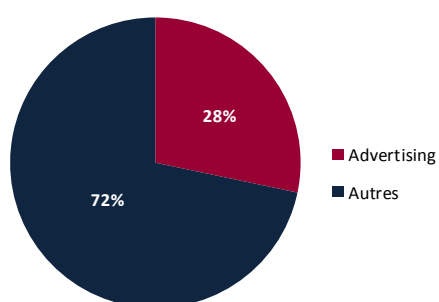
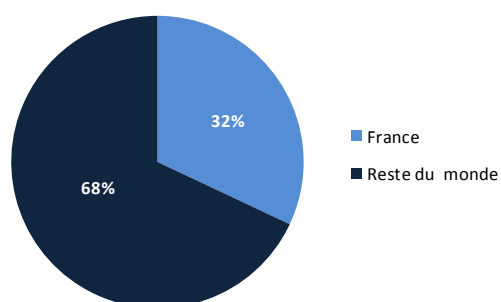


Données financières (en M€)

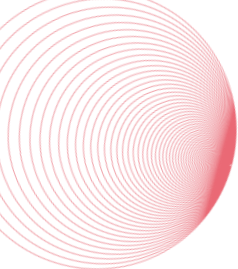
	2015	2016 E	2017 E	2018 E
Chiffre d'affaires	33,2	38,8	41,1	43,5
EBITDA	6,6	7,8	8,2	8,6
En % du chiffre d'affaires	19,9%	20,0%	19,9%	19,7%
Capitalisation boursière	38,4			
Valeur d'entreprise	28,9			



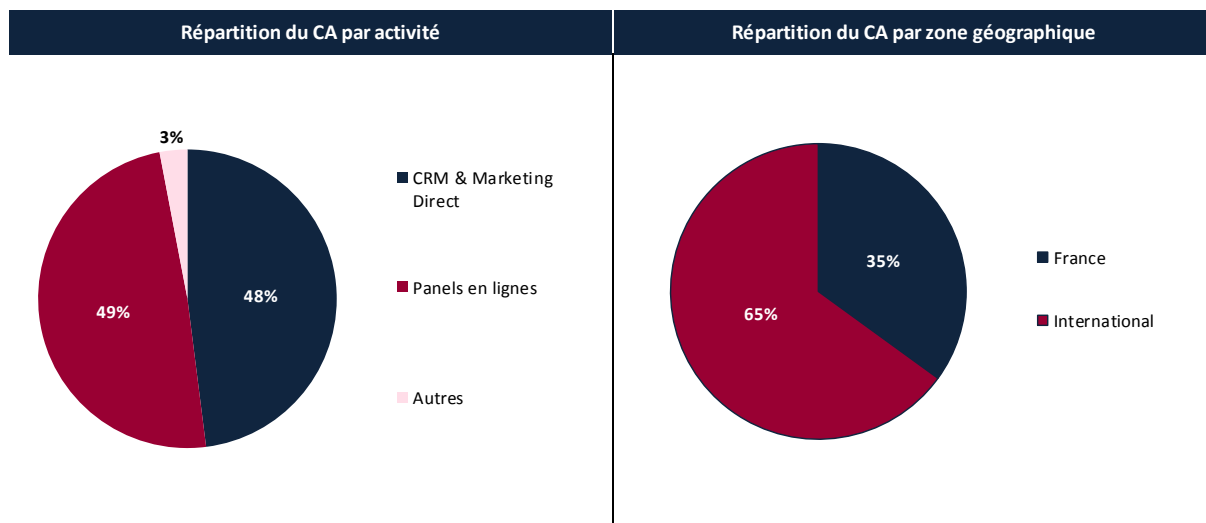
Fondée en 1998 et basée en France, Weborama est une société spécialisée dans la collecte de données marketing et la diffusion de campagnes publicitaires en ligne. La société développe des bases de données de profils et des solutions technologiques pour le marketing digital. Implantée dans une dizaine de pays, elle compte à ce jour plus de 180 employés.

Répartition du CA par activité**Répartition du CA par zone géographique****Données financières (en M€)**

	2015	2016 E	2017 E	2018 E
Chiffre d'affaires	26,2	30,6	35,3	38,8
EBITDA	3,4	4,6	5,6	6,5
En % du chiffre d'affaires	13,0%	15,0%	15,9%	16,9%
Capitalisation boursière	45,8			
Valeur d'entreprise	44,2			

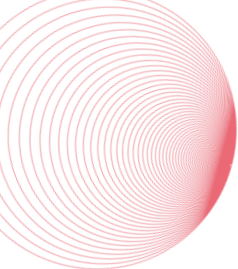


Fondée en 1999 et basée en France, Bilendi (anciennement Maximiles) est une société spécialisée dans la conception et la commercialisation de programmes de fidélisation sur Internet. L'activité du groupe s'organise autour deux pôles : la constitution de panels en ligne et le développement et la vente de programmes de fidélité. La société dispose de 10 bureaux à travers le monde et compte plus de 150 collaborateurs..



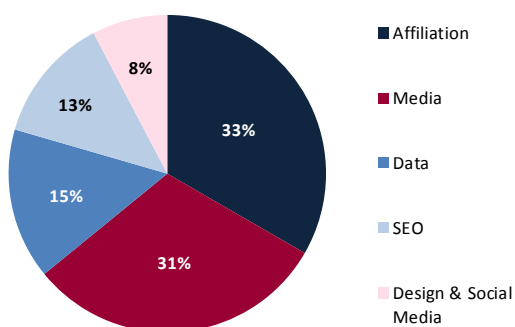
Données financières (en M€)

	2015	2016 E	2017 E	2018 E
Chiffre d'affaires	20,3	22,7	25,5	28,1
EBITDA	2,6	3,6	4,9	5,7
En % du chiffre d'affaires	12,8%	15,9%	19,2%	20,4%
Capitalisation boursière	15,9			
Valeur d'entreprise	13,2			

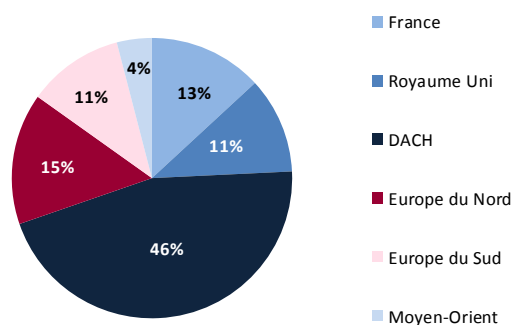


Créée en 1998 et basée en France, NetBooster est une agence spécialisée dans le marketing digital. La société investit principalement dans les technologies marketing et couvre l'intégralité de la chaîne du marketing digital : search, display, affiliation, médias online, création, eCRM et réseaux sociaux, Vidéo, Ad Exchange etc. La société dispose de 25 bureaux à travers le monde et compte plus de 800 collaborateurs.

Répartition du CA par activité

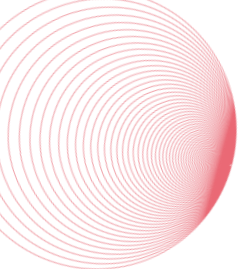


Répartition du CA par zone géographique

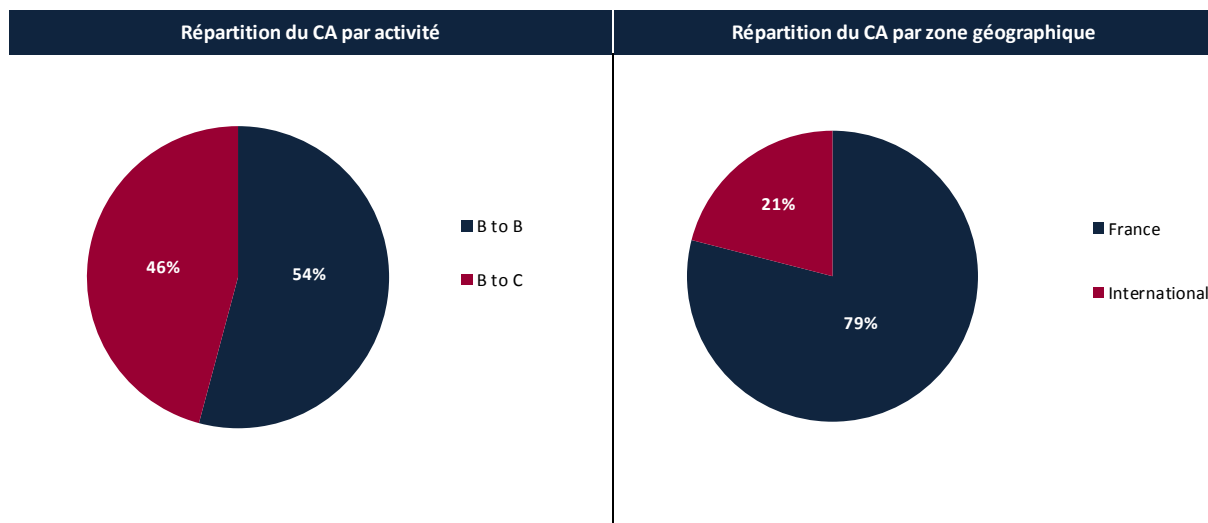


Données financières (en M€)

	2015	2016 E	2017 E	2018 E
Chiffre d'affaires	37,2	40,0	43,0	46,0
EBITDA	5,5	6,0	6,0	7,0
En % du chiffre d'affaires	14,8%	15,0%	14,0%	15,2%
Capitalisation boursière	42,7			
Valeur d'entreprise	49,0			

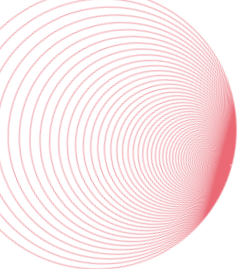


Fondé en 1995, le groupe ConcoursMania est spécialisé dans le marketing digital à travers le jeu. L'activité du groupe s'organise autour de 2 pôles : le développement et la gestion d'opérations de jeux marketing en ligne pour le compte d'annonceurs, et l'exploitation de sites de jeux grand public. Le société poursuit sa stratégie de développement en déployant son expertise sur de nouvelles plateformes et en enrichissant son offre, notamment à l'international.

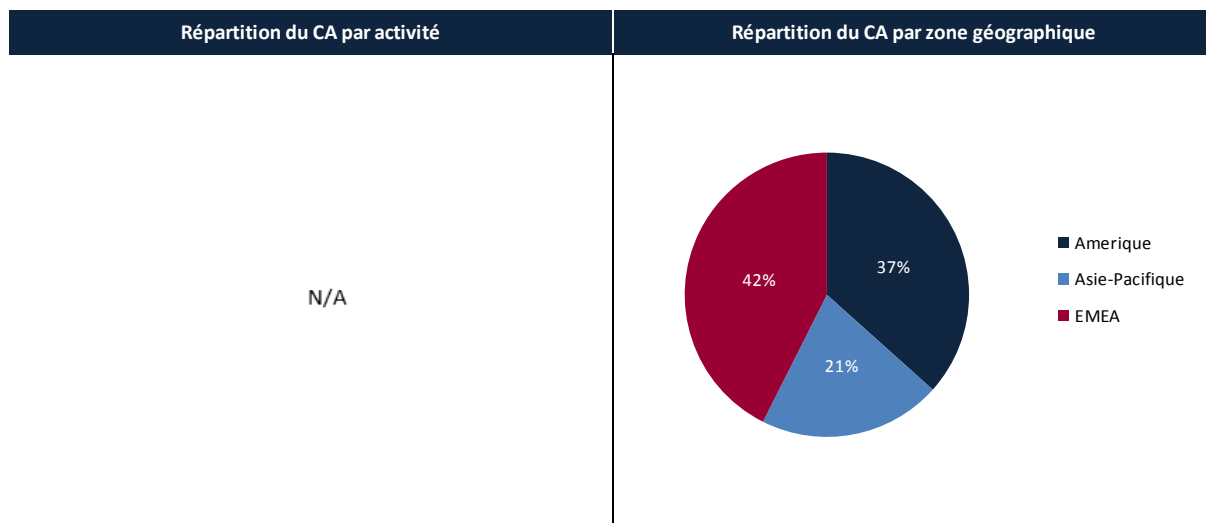


Données financières (en M€)

	2015	2016 E	2017 E	2018 E
Chiffre d'affaires	17,0	18,8	21,1	23,2
EBITDA	(0,7)	0,8	2,1	2,5
En % du chiffre d'affaires	-4,3%	4,3%	10,0%	10,6%
Capitalisation boursière	9,7			
Valeur d'entreprise	7,8			



Fondée en 2005 à Paris, Criteo est une société spécialisée dans le reciblage publicitaire digital. Elle accompagne ses clients dans le cadre de l'analyse des ventes et des comportements des consommateurs connectés, afin de fournir des publicités personnalisées. La société dispose de 31 bureaux à travers le monde et compte plus de 2000 employés.



Données financières (en M€)				
	2015	2016 E	2017 E	2018 E
Chiffre d'affaires	473	636	793	930
EBITDA	128	181	241	312
En % du chiffre d'affaires	27,0%	28,5%	30,4%	33,6%
Capitalisation boursière	2 600,1			
Valeur d'entreprise	2 327,7			

7.3 Détail de l'échantillon des transactions retenues

Cible	Localisation	Acquéreur	Date d'annonce	Date de clôture	Clôture N	% du capital acquis	VE / CA retenu	VE / CA		VE / EBITDA retenu	VE / EBITDA		Marge d'EBITDA		VE / EBIT retenu	VE / EBIT		Marge d'EBIT		Structure financière (M€)		
								N	N-1		N	N-1	N	N-1		N	N-1	N	N-1	Dettes nettes (Trésorerie)	VE	DN / VE
Millenial Media	Etats-Unis	AOL	sept.-15	oct.-15	31/12/2015	100,0%	0,8x	0,8x	0,7x	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	(29,6)	218,3	(13,6%)
Smartadserver	France	Cathay Capital	févr.-15	avr.-15	31/12/2015	100,0%	2,6x	nd	2,6x	8,1x	nd	8,1x	nd	32,1%	8,3x	nd	8,3x	nd	31,3%	nd	35,9	nd
AdMoove	France	Hi-Media	janv.-15	janv.-15	31/12/2014	100,0%	1,3x	1,3x	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	0,0	2,0	1,0%
Conversant (ex-ValueClick)	Etats-Unis	Alliance Data Systems	sept.-14	déc.-14	31/12/2014	100,0%	3,8x	3,7x	4,0x	10,5x	10,9x	10,2x	34,0%	38,8%	12,8x	13,4x	12,1x	27,6%	32,6%	(18,6)	2 268,2	(0,8%)
L'Odyssée Interactive (Jeuxvideo.com)	France	Webedia	juin-14	juin-14	31/12/2014	100,0%	11,7x	nd	11,7x	29,3x	nd	29,3x	nd	39,9%	30,1x	nd	30,1x	nd	38,9%	0,4	90,3	0,4%
Madvertise	Allemagne	Mobile Netwrok Group	janv.-14	févr.-14	31/12/2014	100,0%	0,9x	0,7x	1,1x	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	2,3	nd
Matiro	France	1000mercis	juil.-13	juil.-13	31/12/2013	100,0%	1,2x	1,5x	0,8x	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	(0,2)	0,6	(29,9%)
Adverline	France	Mediapost Holding	juin-12	nov.-12	31/12/2012	100,0%	2,3x	2,2x	2,3x	10,3x	10,4x	10,1x	21,2%	22,8%	12,5x	12,8x	12,2x	17,2%	18,9%	9,0	58,3	15,4%

