

*FAIRNESS OPINION À L'ATTENTION DU CONSEIL D'ADMINISTRATION*

---

# PubliGroupe

# Table des matières

<b>1.</b>	<b>INTRODUCTION</b>	<b>1</b>
1.1.	Historique	1
1.2.	Nomination de Lazard	2
1.3.	Bases d'évaluation	3
<b>2.</b>	<b>DESCRIPTION DE L'ENTREPRISE</b>	<b>5</b>
2.1.	Introduction	5
2.2.	Segments d'activité	6
2.2.1.	Vue d'ensemble	6
2.2.2.	Search & Find	6
2.2.3.	Digital & Marketing Services	7
2.2.4.	Corporate & Others	8
2.3.	Corporate & Business Strategy	9
<b>3.</b>	<b>ENVIRONNEMENT DE MARCHÉ ACTUEL</b>	<b>11</b>
3.1.	Introduction	11
3.2.	Marché des annuaires	11
3.3.	Marché de la publicité numérique	13
<b>4.</b>	<b>EVALUATION ET AUTRES ANALYSES FINANCIÈRES</b>	<b>16</b>
4.1.	Introduction	16
4.2.	Hypothèses sur le plan d'affaires	18
4.2.1.	Introduction	18
4.2.2.	Principaux facteurs de valeur des grands segments d'affaires	18
4.2.2.1.	Search & Find	18
4.2.2.2.	Digital & Marketing Services	19
4.3.	Actualisation des flux de trésorerie	20
4.3.1.	Vue d'ensemble	20
4.3.2.	WACC	20
4.3.3.	Résultats et principales sensibilités	22
4.4.	Analyse d'entreprises comparables	23
4.5.	Analyse de transactions antérieures	24
4.6.	Analyses complémentaires de la Société	25
4.6.1.	Analyse de la prime payée	26
4.6.2.	Performance historique du cours de l'action	26
4.6.3.	Cours cible des analystes	26
<b>5.</b>	<b>RÉSUMÉ DE L'ÉVALUATION ET CONCLUSION</b>	<b>27</b>
5.1.	Vue d'ensemble	27
5.2.	Ajustements de la valeur de l'entreprise	27
5.3.	Résumé de l'évaluation	29
5.4.	Conclusion	30
	<b>ANNEXE I – CALCUL DU COÛT MOYEN PONDÉRÉ DU CAPITAL (WACC)</b>	<b>31</b>
	<b>ANNEXE II - ENTREPRISES COTÉES COMPARABLES</b>	<b>36</b>
	<b>ANNEXE III - TRANSACTIONS COMPARABLES (SEARCH &amp; FIND)</b>	<b>38</b>
	<b>ANNEXE III - TRANSACTIONS COMPARABLES (DMS)</b>	<b>39</b>
	<b>ANNEXE III - TRANSACTIONS COMPARABLES (ÉDITION)</b>	<b>43</b>

## 1. INTRODUCTION

### 1.1. HISTORIQUE

PubliGroupe S.A. (la « Société », le « Groupe » ou « PubliGroupe ») est un fournisseur suisse de technologies de négociation du marketing et de publicité numérique basé à Lausanne en Suisse, avec un capital-actions de CHF 2'339'848, composé de 2'339'848 actions nominatives d'une valeur nominale de CHF 1.00 chacune, cotées à la SIX Swiss Exchange (ces actions sont ci-après dénommées les « Actions Nominatives »). Selon les informations publiées par la Société en date du 20 juin 2014, PubliGroupe détenait 123'393 Actions Nominatives en actions propres (5.3% des Actions Nominatives). PubliGroupe a un capital conditionnel de 17'941 Actions Nominatives pour l'exercice de droits d'option que le Conseil d'administration accorde aux collaborateurs de la Société et de ses sociétés affiliées.

Dans son annonce préalable du 17 avril 2014, Tamedia SA (« Tamedia »), une société de médias suisse cotée à la SIX Swiss Exchange, a déclaré qu'elle avait l'intention de lancer une offre publique d'acquisition prévue le 27 mai 2014, portant sur toutes les Actions Nominatives se trouvant en mains du public à un prix d'offre de CHF 150.00 en espèces par Action Nominative. Comme indiqué dans son communiqué de presse publié en lien avec l'annonce préalable, Tamedia détenait 7.22% des Actions Nominatives au 17 avril 2014.

Le 25 avril 2014, Swisscom SA (« Swisscom ») a soumis une offre non contraignante pour l'acquisition (i) de la participation de 49% que PubliGroupe détient dans Swisscom Directories SA (dont sa filiale détenue à 100% local.ch SA) et (ii) de la participation de 51% que PubliGroupe détient dans LTV Pages Jaunes SA pour un montant total de CHF 230 millions (« Mio. »). Selon cette offre non contraignante, Swisscom possédait les 51% restants de Swisscom Directories SA et 49% de LTV Pages Jaunes SA en date du 25 avril 2014.

Dans le communiqué de presse du 5 mai 2014, PubliGroupe a annoncé la cession de sa participation minoritaire de 25.07% dans FPH Freie Presse Holding AG (« FPH ») pour un montant de CHF 53 Mio. à Neue Zürcher Zeitung (« NZZ Mediengruppe »), qui détient déjà les 74.93% restants du capital de FPH.

Le 14 mai 2014, Tamedia a annoncé l'acquisition supplémentaire de (i) 235'465 Actions Nominatives détenues par Tweedy Browne LLC pour un prix de CHF 190.00 en espèces par Action Nominative et de (ii) 5'057 Actions Nominatives complémentaires détenues par d'autres actionnaires de la Société, ce qui a accru la participation de Tamedia dans PubliGroupe à 410'816 ou 17.55% des Actions Nominatives.

Le 16 mai 2014, Swisscom a publié une annonce préalable indiquant qu'elle avait l'intention de lancer une offre publique d'achat prévue le 12 juin 2014 portant sur toutes les Actions Nominatives en mains du public au prix de CHF 200.00 en espèces par Action Nominative. Le Conseil d'administration de la Société (le « Conseil d'administration ») a déclaré qu'il examinerait en détail l'offre de Swisscom et ferait une déclaration après la publication de cette offre.

Le 27 mai 2014, Tamedia a publié un prospectus d'offre visant à acquérir toutes les Actions Nominatives en mains du public et non détenues par Tamedia ou par toute personne agissant de concert avec Tamedia, y compris la Société, (« l'Offre Tamedia ») au prix de CHF 190.00 en espèces par Action Nominative, cette offre pouvant être soumise à certains ajustements tels que décrits dans le

prospectus d'offre précité. À la date du prospectus d'offre, Tamedia détenait 17.55% des Actions Nominatives.

Comme énoncé dans un communiqué de presse commun le 28 mai 2014, et comme indiqué plus en détail dans le prospectus d'offre du 23 juin 2014 de Swisscom, Swisscom et Tamedia ont conclu un *Term Sheet* le 27 mai 2014, dans lequel elles ont envisagé, entre autres, d'intégrer local.ch et search.ch dans une filiale commune. Swisscom détiendra 69.0% de la filiale commune et Tamedia, les 31.0% restants. Avant ce regroupement d'entreprises prévu, Swisscom prévoit simplifier la structure de local.ch et regrouper les différentes entités juridiques en une seule société. Conformément au communiqué de presse commun et au prospectus d'offre précité, Tamedia a convenu avec Swisscom de ne pas augmenter l'Offre Tamedia et, si cette offre aboutit, d'offrir ses Actions Nominatives à Swisscom.

Le 17 juin 2014, Swisscom et PubliGroupe ont annoncé publiquement avoir signé un accord par lequel Swisscom augmenterait son offre à CHF 214.00 par Action Nominative. En contrepartie, le Conseil d'administration de PubliGroupe a décidé de soutenir l'offre de Swisscom et de recommander aux actionnaires de PubliGroupe de l'accepter. En outre, Swisscom a annoncé avoir signé des accords avec les actionnaires, la fondation Jean-Robert Gerstenhauer (participation de 12.87% dans PubliGroupe), l'hoirie Alfred Borter (11.37%) et la fondation Consuela (1.04%), aux termes desquels ces actionnaires offriraient leurs Actions Nominatives à Swisscom au prix de CHF 214.00 par Action Nominative dans l'offre publique d'achat.

Le 23 juin 2014, Swisscom a publié un prospectus d'offre visant à acquérir la totalité des Actions Nominatives en mains du public et en circulation à l'expiration du délai d'offre finale (« l'Offre Swisscom ») au prix de CHF 214.00 en espèces par Action Nominative en circulation (« le Prix offert par Swisscom »), ce prix pouvant être soumis à certains ajustements tels que décrits dans le prospectus d'offre précité. Comme indiqué dans ledit prospectus d'offre, Swisscom ou toute personne agissant de concert avec Swisscom (à l'exception de Tamedia et de toute personne agissant de concert avec Tamedia, à l'exclusion de PubliGroupe et de toutes les sociétés contrôlées par PubliGroupe) ne détenait aucune (« zéro ») Action Nominative en date du 19 juin 2014. Le prospectus d'offre de Swisscom indique que PubliGroupe et toutes les sociétés contrôlées par PubliGroupe détiennent un nombre total de 128'393 actions propres en date du 19 juin 2014. Ce nombre englobe apparemment les 123'393 Actions Nominatives détenues par PubliGroupe, comme indiqué ci-dessus, ainsi que 5'000 autres Actions Nominatives détenues par la Fondation de prévoyance patronale de PubliGroupe. En outre, Swisscom a annoncé dans le prospectus d'offre son intention de vendre les participations minoritaires de PubliGroupe dans la Société Neuchâteloise de Presse S.A., Südostschweiz Presse und Print AG et Rhône-Media SA. Les sociétés mentionnées proposent des contenus médiatiques et Swisscom n'a pas l'intention d'exercer un quelconque droit de contrôle sur les activités de ces sociétés. Dans le prospectus d'offre, Swisscom s'engage à vendre la participation de PubliGroupe dans FPH à NZZ-Mediengruppe pour un montant de CHF 53 Mio.

Il est prévu que la période d'offre de l'Offre Swisscom commence le 8 juillet 2014 et prend fin le 5 août 2014 à 16 h 00, sous réserve d'une éventuelle prolongation du délai de carence.

## 1.2. NOMINATION DE LAZARD

Aux termes d'une lettre d'engagement du 10 juin 2014, Lazard S.à.r.l (« Lazard ») a été mandatée par PubliGroupe afin de remettre au Conseil d'administration de la Société une opinion sur l'équité, du point de vue financier exclusivement et à la date de cette *fairness opinion*, pour les détenteurs publics des Actions Nominatives, du montant devant leur être versé en vertu d'une offre publique d'acquisition.

Dans le cadre de son mandat, Lazard n'a pas été autorisée à solliciter – et confirme ne pas avoir sollicité – des manifestations d'intérêt de tierces personnes concernant une potentielle transaction avec la Société.

Lazard intervient auprès du Conseil d'administration en qualité de conseiller financier indépendant exclusivement aux fins d'exprimer cette *fairness opinion* dans le cadre de l'Offre Swisscom et percevra à ce titre, une rémunération usuelle pour ses services, due au moment de la remise de cette *fairness opinion* et ne dépendant pas des résultats de l'évaluation ou du succès d'une transaction concernant la Société. Certaines autres sociétés appartenant au Groupe Lazard exercent des activités de gestion d'actifs et peuvent, par conséquent, réaliser des opérations sur les actions et d'autres titres de la Société, de Tamedia et/ou de Swisscom pour leur propre compte et/ou pour le compte de leurs clients respectifs. Ces activités de gestion d'actifs par les autres sociétés du Groupe Lazard ne compromettent cependant à aucun égard l'indépendance de Lazard dans l'élaboration de cette *fairness opinion*.

La présente *fairness opinion* et les documents annexés sont exclusivement remis dans l'intérêt du Conseil d'administration dans le cadre et pour les besoins de son examen, en toute indépendance de jugement, du Prix offert par Swisscom. Ils ne sont pas établis pour le compte d'un actionnaire de la Société, de Swisscom ou de toute autre personne, et ne peuvent conférer un quelconque droit ou moyen de droit à ces derniers et ne peuvent être utilisés à d'autres fins. La présente *fairness opinion* porte uniquement sur le caractère équitable, d'un point de vue financier, à la date de cette *fairness opinion*, pour les détenteurs publics des Actions Nominatives, du Prix offert par Swisscom. Elle ne traite d'aucun autre aspect ou implication de l'Offre Swisscom, ni des mérites relatifs de l'Offre Swisscom par rapport à une quelconque autre transaction ou offre faite à la Société ou à ses actionnaires.

**La *fairness opinion* de Lazard ne constitue pas une recommandation à une personne quelle qu'elle soit quant à l'opportunité pour celle-ci d'offrir des actions dans le cadre de l'Offre Swisscom.**

### 1.3. BASES D'ÉVALUATION

Dans le cadre de la présente *fairness opinion* ainsi que des documents annexés, Lazard a :

- (i) examiné les modalités et les conditions financières de l'Offre Swisscom telles qu'énoncées dans le prospectus d'offre du 23 juin 2014 ;
- (ii) examiné certaines informations commerciales et financières historiques librement accessibles concernant la Société, notamment les rapports annuels audités de la Société pour les trois exercices clôturés aux 31 décembre 2011, 2012 et 2013, les rapports semestriels non audités pour les semestres terminés aux 30 juin 2011, 2012 et 2013, ainsi que les rapports de recherche d'analystes institutionnels sur la Société ;
- (iii) examiné diverses prévisions financières et autres données qui ont été communiquées à Lazard par la Société relatives à ses activités, notamment les plans d'affaires de la Société pour 2014-2018 approuvés par le Conseil d'administration le 5 juin 2014 ;
- (iv) eu des entretiens avec des membres de la haute direction de la Société concernant l'activité et les perspectives de la Société ;
- (v) examiné des informations librement accessibles concernant une sélection de sociétés actives ou opérant dans des secteurs d'activités, qui selon Lazard, sont globalement comparables aux activités de la Société ;

- (vi) examiné les termes financiers relatifs à des transactions comparables de sociétés actives ou opérant dans des secteurs d'activités, qui selon Lazard, sont globalement comparables aux activités de la Société et dans des secteurs connexes ;
- (vii) examiné l'historique des cours et des volumes d'échange des actions de la Société ; et
- (viii) conduit les études, analyses et enquêtes financières jugées opportunes par Lazard.

En élaborant la présente *fairness opinion* et les documents annexés, Lazard a présumé et s'est fié, sans procéder à une vérification indépendante, à l'exactitude et l'exhaustivité des informations mentionnées ci-dessus, y compris mais sans s'y limiter, toutes les informations financières et autres informations, ainsi que les rapports fournis par la Société et toutes les déclarations effectuées par la Société. Lazard n'a pas effectué d'enquête ou d'évaluation indépendante de ces informations, rapports ou déclarations. Il ne lui a pas été communiqué de telles enquêtes ou évaluations. Lazard n'a fourni, obtenu ou examiné pour le compte de PubliGroupe aucun conseil spécialisé, incluant mais sans s'y limiter, conseil juridique, comptable, actuariel, environnemental, informatique ou fiscal. Par conséquent, la présente *fairness opinion* ne tient pas en compte des éventuelles implications de tels conseils spécialisés.

Lazard est partie du principe que l'évaluation des actifs et passifs, ainsi que les prévisions de bénéfice et de flux de trésorerie effectuées par la direction de la Société, sont correctes et raisonnables. Lazard n'a pas effectué d'évaluation ou d'appréciation indépendante des éléments d'actif ou de passif (éventuel ou autre) de la Société ou sur la solvabilité ou la juste valeur de la Société, et il ne lui a pas été communiqué de telles enquêtes ou évaluations. En ce qui concerne les prévisions et projections financières qui lui ont été communiquées, Lazard a présumé, en accord avec la Société, que ces dernières ont été raisonnablement établies sur la base d'hypothèses reflétant les meilleures estimations et jugements de la direction de la Société actuellement disponibles ayant trait aux résultats prévisionnels des opérations et à la situation financière de la Société. Lazard n'assume aucune responsabilité et n'exprime aucune opinion quant à ces prévisions ou projections ou concernant les hypothèses sur lesquelles elles sont fondées.

Lazard n'exprime aucun avis concernant les conséquences fiscales ou d'une quelconque autre nature qui pourraient résulter de l'Offre Swisscom ou d'une transaction s'y rapportant. De même, la présente *fairness opinion*, ainsi que les documents qui lui sont annexés, n'abordent pas les aspects juridiques, fiscaux, réglementaires ou comptables pour lesquels Lazard part du principe que la Société s'est procurée les avis qu'elle a jugés opportuns auprès de professionnels qualifiés.

De plus, la présente *fairness opinion* et tous les documents qui lui sont annexés, se fondent nécessairement sur les conditions économiques, monétaires, de marché et d'autre nature, ainsi que sur les informations mises à la disposition de Lazard à la date de cette *fairness opinion*. Les événements survenus postérieurement à ladite date sont susceptibles d'affecter la présente *fairness opinion* ainsi que les hypothèses ayant servi à son élaboration et à celles des documents annexés. Lazard décline toute obligation d'actualiser, de réviser ou de confirmer la présente *fairness opinion* ou des documents annexés. Lazard relève en outre que les changements ayant lieu dans les secteurs des annuaires, du marketing par affiliation et de l'édition ainsi que les modifications de lois et règlements applicables à ces secteurs pourraient influencer sur les prévisions financières et les projections de la Société. Lazard a également présumé que toute autorisation ou tout accord pertinent, gouvernemental, réglementaire ou d'une quelconque autre nature, nécessaire à la réalisation de l'Offre Swisscom sera obtenu sans réduction des avantages de l'Offre Swisscom ou du Prix offert par Swisscom.

## 2. DESCRIPTION DE L'ENTREPRISE

### 2.1. INTRODUCTION

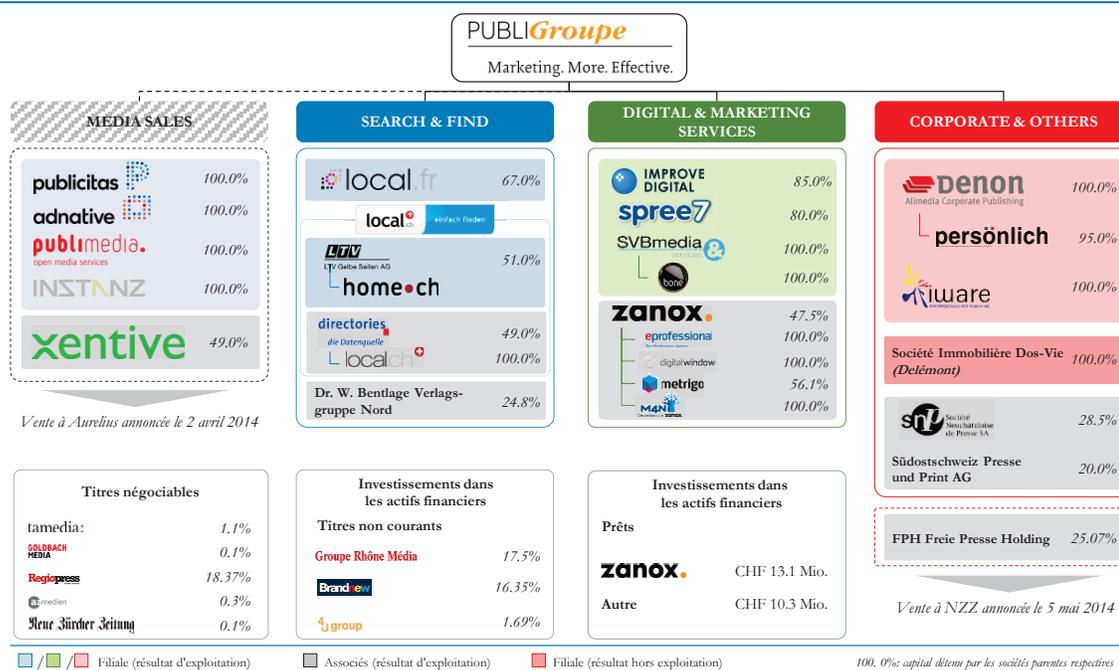
PubliGroupe fournit des plateformes de recherche locale et des technologies de négociation du marketing et de publicité numérique permettant aux annonceurs d'atteindre leur public en optimisant le rendement de leurs dépenses de marketing et permettant aux propriétaires de médias numériques de monétiser efficacement leur capacité de couverture médiatique. Au 31 décembre 2013, PubliGroupe était organisée en trois secteurs d'activité comprenant Media Sales, Search & Find et Digital & Marketing Services ainsi que Corporate & Others, lequel consolidait des services centraux et des participations non attribués à des segments d'activité particuliers.

La Société exerce ses activités principalement en Suisse (78.5% de son chiffre d'affaires [CA] net en 2013), en Europe hors Suisse (13.5% de son chiffre d'affaires net en 2013) et dans d'autres pays, tels que Hong Kong/la République populaire de Chine, l'Inde, le Canada et les États-Unis (7.9% de son chiffre d'affaires net en 2013).

PubliGroupe a réalisé un chiffre d'affaires net de CHF 267.3 Mio. en 2013 (CHF 285.1 Mio. en 2012) et un bénéfice brut de CHF 244.8 Mio. en 2013 (CHF 268.0 Mio. en 2012). La Société a enregistré un résultat d'exploitation de CHF 0.8 Mio. en 2013 (CHF 1.6 Mio. en 2012). Les résultats financiers de la Société sont préparés conformément aux normes Swiss GAAP RPC. PubliGroupe comptait 1'565 équivalents en poste à plein temps (« FTE ») en 2013 (1'702 FTE en 2012) sans compter les FTE dans les entreprises associées.

Le 2 avril 2014, PubliGroupe a annoncé la cession de son activité Media Sales et de l'intégralité des 39 sociétés affiliées en Suisse et à l'étranger ainsi que la participation de 49% de xentive S.A. à Aurelius AG, un groupe d'investissement coté en bourse. Le segment cédé représentait un chiffre d'affaires net de CHF 134.6 Mio., un bénéfice brut de CHF 127.0 Mio. et un résultat d'exploitation de CHF -14.5 Mio., et comptait 847 FTE en 2013.

### APERÇU DES ACTIVITÉS STRATÉGIQUES, ASSOCIÉES ET AUTRES PARTICIPATIONS



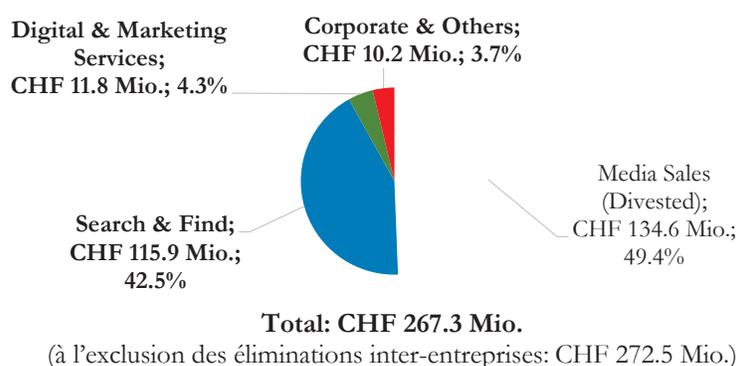
Source : PubliGroupe

## 2.2. SEGMENTS D'ACTIVITÉ

### 2.2.1. Vue d'ensemble

Au 20 juin 2014, PubliGroupe exerçait ses activités par le biais de deux segments principaux, Search & Find et Digital & Marketing Services ainsi que Corporate & Others. Un examen succinct des activités et performances respectives des segments d'activité figure aux chapitres 2.2.2 à 2.2.4. Le segment d'activité Media Sales a été vendu à Aurelius AG en avril 2014 avec clôture le 30 juin 2014.

#### REVENU NET PAR SEGMENT D'ACTIVITÉ EN 2013



Source : PubliGroupe

Remarque : activités en cours en gras

En 2013, le segment Media Sales cédé représentait la plus grande part du chiffre d'affaires net du Groupe à 49.4% (hors éliminations des opérations entre les sociétés du groupe), suivi par Search & Find avec une contribution au chiffre d'affaires net de 42.5% (hors éliminations des opérations entre les sociétés du groupe). Digital & Marketing Services a contribué à hauteur de 4.3% au chiffre d'affaires net de PubliGroupe en 2013 (hors éliminations des opérations entre les sociétés du groupe) et le segment Corporate & Others à hauteur de 3.7% (hors éliminations des opérations entre les sociétés du groupe) au cours de la période correspondante. Les éliminations d'opérations se sont élevées à CHF - 5.2 Mio. en 2013.

Le résultat d'exploitation annoncé en 2013 était de CHF 0.8 Mio. La contribution positive de Search & Find de CHF 25.5 Mio. a été largement neutralisée par des résultats d'exploitation négatifs dans les trois autres segments. En 2013, Media Sales a enregistré un résultat de CHF -14.5 Mio., Digital & Marketing Services de CHF -0.5 Mio. et Corporate & Others de CHF -9.7 Mio.

### 2.2.2. Search & Find

Le segment Search & Find de PubliGroupe exploite des médias en ligne et hors connexion qui facilitent la recherche de particuliers, d'entreprises, de produits et de services sur les marchés locaux. Il comprend les filiales et sociétés apparentées suivantes :

- (i) local.ch, *joint venture* avec la filiale LTV Pages Jaunes SA, et les sociétés associées Swisscom Directories SA et local.ch SA. Les sociétés fonctionnent comme une seule entreprise, avec un *management*, une marque - local.ch - et une structure au sein du partenariat entre PubliGroupe et Swisscom :
  - LTV Pages Jaunes SA est un éditeur de pages jaunes. PubliGroupe en détient 51.0% et Swisscom les 49.0% restants. Elle exploite également le portail suisse de recherche immobilière home.ch, et sa force de vente est chargée de l'acquisition de clients pour la *joint*

- *venture* local.ch ;
  - Swisscom Directories SA offre des *listings* et des données commerciales payantes. PubliGroupe en détient 49.0%, et Swisscom 51.0% ;
  - Filiale à part entière de Swisscom Directories SA, local.ch SA est un portail leader de recherche en ligne et sur appareil mobile en Suisse.
- (ii) Amitel S.A. exerce ses activités par le biais de local.fr en tant qu'éditeur français d'annuaires locaux. PubliGroupe détient 67.0% de la filiale et les 33.0% restants sont détenus par un actionnaire particulier ;
- (iii) Dr. W. Bentlage Verlagsgruppe Nord GmbH & Co KG, un éditeur allemand de pages jaunes. PubliGroupe détient une participation de 24.8%, les actions restantes étant détenues par un investisseur particulier.

Le chiffre d'affaires net de Search & Find a augmenté de 12.3% pour s'établir à CHF 115.9 Mio. en 2013 (CHF 103.2 Mio. en 2012), contribuant à hauteur de 42.5% au chiffre d'affaires net de PubliGroupe (hors éliminations des opérations entre les sociétés du groupe). En 2013, le résultat d'exploitation a augmenté de 13.8%, pour s'établir à CHF 25.5 Mio. (CHF 22.4 Mio. en 2012). Au sein de Search & Find, les *listings* et les annuaires de local.ch (annuaires téléphoniques, internet et mobile) constituent le fondement du segment et contribuent pour une part importante au résultat d'exploitation de Search & Find. Concernant l'activité de local.ch, le résultat d'exploitation a légèrement diminué pour s'établir à CHF 51.7 Mio. en 2013 (CHF 52.6 Mio. en 2012). La part de Search & Find dans le résultat attribuable aux actionnaires de PubliGroupe était de CHF 16.3 Mio. en 2013, correspondant à une diminution de 1.8% par rapport à l'année précédente (CHF 16.6 Mio. en 2012). À la fin de 2013, le segment d'activité comptait 549 FTE (sans compter les équivalents temps plein des sociétés associées), soit 37 de plus que l'année précédente (512 FTE en 2012).

### 2.2.3. Digital & Marketing Services

Le segment d'activité Digital & Marketing Services de PubliGroupe regroupe un portefeuille de sociétés internationales de services de marketing et de technologie qui permettent aux propriétaires de marques d'allouer les budgets de marketing de manière plus efficace grâce à une offre de services professionnels et à l'usage d'outils numériques ou d'informations marketing. Il comprend les filiales et sociétés apparentées suivantes :

- (i) Improve Digital B.V est un leader de la technologie de plate-forme de vente de marketing numérique en Europe dont PubliGroupe détient 85.0%, les 15.0% restants étant détenus par deux actionnaires particuliers ;
- (ii) Spree7 GmbH est un fournisseur allemand de bureau de négociation en temps réel de publicité pour les agences de publicité indépendantes dans lequel PubliGroupe détient 80.0% et MediaMath Ltd, les 20.0% restants. L'entreprise est une start-up pleinement opérationnelle depuis juillet 2013 ;
- (iii) SVBmedia Group BV est une société néerlandaise de services marketing et média entièrement détenue par PubliGroupe. Elle comprend également Bone B.V., une agence néerlandaise de marketing et de média ;
- (iv) Zanox AG est une entreprise allemande de réseau de marketing par affiliation dans laquelle PubliGroupe détient 47.5% et Axel Springer Digital 52.5%. Les filiales de Zanox sont les suivantes :
  - eprofessional GmbH, entièrement détenue par Zanox, propose des solutions individuelles de marketing et de distribution, notamment le marketing de moteur de recherche, l'optimisation des moteurs de recherche, le marketing de sociétés associées et le marketing d'affichage ;

- Digital Window Ltd., entièrement détenue par Zanox et la société holding d'affiliatewindow, l'un des principaux réseaux de marketing par affiliation du Royaume-Uni ;
- metrigo GmbH, qui est un fournisseur allemand de solutions intégrées pour l'affichage publicitaire ciblé et fondé sur les données sur la base d'appel d'offres en temps réel. Zanox détient 56.1% et 43.9% sont détenus par cinq autres sociétés. Toutefois, la société est consolidée à 100% dans Zanox ;
- M4N B.V., qui est un réseau de marketing par affiliation néerlandais, offrant des services pour les éditeurs tels que les applications iPhone, la diffusion d'annonces et les flux de données.

En 2013, Digital & Marketing Services a déclaré l'équivalent de 111 FTE (sans compter les FTE des entreprises associées), soit une augmentation d'une année à l'autre de 88.1% (59 FTE en 2012) qui s'explique principalement par l'acquisition d'Improve Digital.

Le chiffre d'affaires net a diminué de 57.4%, pour s'établir à CHF 11.8 Mio. en 2013 (CHF 27.7 Mio. en 2012). La réduction du chiffre d'affaires provient essentiellement de la cession de Namics, une agence d'e-commerce et de communication en ligne, et de la baisse des volumes d'activités de SVBmedia. Improve Digital a pu augmenter son chiffre d'affaires net de 43% entre 2012 et 2013 et l'établir à CHF 5.8 Mio. Le résultat d'exploitation déclaré de Digital & Marketing Services a été de CHF -0.5 Mio. en 2013, contre CHF 6.1 Mio. en 2012, ce qui est principalement attribuable aux coûts de développement d'Improve Digital et de Spree7. Au contraire, les résultats de 2012 comptabilisaient les résultats d'exploitation de Namics de janvier à mai 2012. Globalement, le segment Digital & Marketing Services a réalisé une perte nette attribuable aux actionnaires de PubliGroupe de CHF -0.2 Mio. en 2013, (CHF 15.8 Mio. en 2012). Les résultats financiers de Digital & Marketing Services de 2012 ont particulièrement bénéficié de la cession intégrale de Namics, dégageant un bénéfice comptable de CHF 10.3 Mio. pris en compte dans les résultats hors exploitation.

#### 2.2.4. Corporate & Others

Le segment d'activité Corporate & Others comprend les coûts de gestion générale du Groupe, les coûts de développement de nouvelles activités, la gestion de l'immobilier et les sociétés hors du cadre d'activités des trois autres segments d'exploitation. Les participations dans les maisons d'édition en Suisse sont également comptabilisées dans ce segment. Il comprend les filiales et sociétés apparentées suivantes :

- (i) Denon Publizistik AG, une filiale entièrement détenue par PubliGroupe et l'un des principaux fournisseurs de solutions de communications multimédias pour les entreprises en Suisse ;
- (ii) Persönlich Verlags AG, un portail en ligne pour la communauté de communication, filiale détenue à 95% par Denon Publizistik AG et à 5% par un actionnaire particulier ;
- (iii) iware S.A., une filiale suisse de PubliGroupe, spécialisée dans le conseil informatique aux éditeurs ;
- (iv) PubliGroupe détient deux biens immobiliers, et un troisième situé à Paris qui sera vendu dans le cadre de la transaction de Media Sales. Le bien immobilier principal, immeuble de bureaux, se trouve au centre de Zurich et est entièrement loué à des tiers<sup>1</sup>. Le deuxième bien immobilier, situé à Delémont, est détenu par la Société immobilière Dos-Vie S.A.
- (v) La Société Neuchâteloise de Presse S.A. (« SNP »), éditeur suisse de « L'Express », « L'Impartial » et « Le Courrier Neuchâtelois », dans laquelle PubliGroupe détient 28.5%, le Groupe Hersant 62.0% et Multimédia Gassmann 9.5% ;
- (vi) Südostschweiz Presse und Print AG, éditeur de presse telle que « Südostschweiz » et « Bündner

<sup>1</sup> Le bien immobilier de Zurich est détenu par PubliGroupe SA.

- Tagblatt ». PubliGroupe détient une participation de 20.0% et Somedia AG de 80.0% ;
- (vii) FPH Freie Presse Holding AG, une filiale de la Neue Zürcher Zeitung (NZZ) dont le portefeuille contient des journaux tels que St. Galler Tagblatt et LZ Medien. Le 5 mai 2014, PubliGroupe a annoncé la vente de sa participation de 25.07% pour CHF 53 Mio. à NZZ-Mediengruppe, qui détenait déjà la participation restante. La finalisation de la transaction est soumise à l'approbation de l'Assemblée générale extraordinaire de PubliGroupe.

Le chiffre d'affaires net du segment d'activité Corporate & Others a baissé et s'est établi à CHF 10.2 Mio. en 2013 (CHF 11.4 Mio. en 2012). Le résultat d'exploitation s'est cependant amélioré, passant de CHF -11.7 Mio. en 2012 à CHF -9.7 Mio. en 2013, principalement en raison de la diminution des charges de personnel au siège de PubliGroupe. Le résultat attribuable aux actionnaires de PubliGroupe a baissé, passant de CHF 31.3 Mio. en 2012 à CHF -6.4 Mio. en 2013, en raison de la vente de biens immobiliers à Lausanne et à Berne, qui a produit un impact positif sur les résultats hors exploitation. En nombre de collaborateurs, le segment Corporate & Others a enregistré un effectif équivalent à 58 FTE à la fin de 2013 (65 FTE en 2012).

### 2.3. CORPORATE & BUSINESS STRATEGY

Aujourd'hui, PubliGroupe est présent sur toute la chaîne de valeur du marketing et de la publicité, comme l'illustre le schéma ci-dessous. Avec la récente cession de Media Sales et de FPH Freie Presse Holding, PubliGroupe poursuit sa transformation de société d'édition à une société de publicité numérique.

#### POSITIONNEMENT DES ACTIVITÉS STRATÉGIQUES ET DES SOCIÉTÉS APPARENTÉES

SEGMENT	SIÈGE CENTR.	VENTES 2013 <sup>(1)</sup>	POSITIONNEMENT DE LA CHAÎNE DE VALEUR					Éditeur	CONCENTRATION DU SERVICE	TYPOLOGIE CLIENT
			Agence de publicité	Plate-forme axée sur la demande	Échange publicitaire	Réseau publicitaire	Plate-forme côté de l'offre			
Search & Find		CHF 115.9 Mio.								
Local.fr		EUR 3.7 Mio.							Ventes	Local/National
LTV		CHF 111.3 Mio.							Ventes	Local/National
Swisscom Directories		CHF 62.9 Mio.							Ventes	Local/National
Local.ch		CHF 80.1 Mio.							Ventes	Local/National
Dr. W. Bentlage Verlagsgruppe		EUR 0 Mio.							Édition	Local/National
Digital & Marketing Services		CHF 11.8 Mio.								
Improve Digital		EUR 4.7 Mio.							Développement et Consulting	National/Mondial
Sprec7		EUR 0.4 Mio.							Développement et Consulting	National
SVBmedia		EUR 4.2 Mio.							Consulting	National/Mondial
- Bone		EUR 0.3 Mio. <sup>(2)</sup>							Consulting	National/Mondial
Zanox		EUR 486.3 Mio.							Ventes (activé par la plate-forme)	National/Mondial
- eProfessional		n.d.							Consulting	National/Mondial
- affiliatewindow		n.d.							Développement et Consulting	National/Mondial
- Metriigo		n.d.							Développement et Consulting	National/Mondial
- M4N		n.d.							Consulting	National
Corporate & Others		CHF 10.2 Mio.								
Denon		CHF 1.3 Mio.							Développement et Consulting	Local/National
persönlich		CHF 2.1 Mio.							Plate-forme / Magazine	Local/National
ware		CHF 2.8 Mio.							Consulting	Local/National
Soc. Immobilière Dos-Vie		CHF 0.0 Mio.							Location immobilière	Local
SNP		CHF 28.8 Mio.							Édition	Local/National
Südostschweiz Presse und Print		CHF 58.3 Mio. <sup>(3)</sup>							Édition	Local/National

■ / ■ / ■ Filiale (résultat d'exploitation)   
 ■ Associés (résultat d'exploitation)   
 ■ Filiale (résultat hors exploitation)

Source : PubliGroupe (1) Pro forma des cessions annoncées ; tous les chiffres de ventes concernent 100% des entités juridiques et ne reflètent pas la propriété partielle (2) Ventes sur 6 mois (3) Estimation

Afin de gérer la transformation stratégique et d'assurer une croissance rentable avec une position de leader sur le marché, PubliGroupe a déterminé les thèmes stratégiques clés suivants en fonction des

tendances du secteur concerné :

- (i) PubliGroupe entend se concentrer sur un portefeuille d'activités numériques et sur l'automatisation poussée des processus d'activités pour se positionner au mieux de manière à profiter de la demande croissante à l'égard du commerce publicitaire et des solutions de technologie publicitaire. Avec la cession de Media Sales, PubliGroupe est devenu presque entièrement orienté vers les activités numériques avec plus de 80% de ses revenus consolidés provenant des produits et des services numériques après finalisation de la vente. En conséquence, toutes les sociétés de PubliGroupe visent à rationaliser davantage leurs offres de produits et de services destinées aux médias numériques ou à remplacer les portefeuilles actuels par des solutions numériques ;
- (ii) En passant de la vente de produits traditionnels à une activité orientée vers le client comprenant des services améliorant la valeur ajoutée, PubliGroupe vise à établir un portefeuille de services complet, depuis l'image de marque jusqu'à la génération de *lead*. Par conséquent, PubliGroupe investit également dans des domaines liés aux transactions et dans le marché de la publicité en temps réel et de l'achat basé sur des programmes, domaines à forte croissance qui permettent de constituer un portefeuille élargi à terme ;
- (iii) PubliGroupe entend transformer son rôle d'agent de marque de média spécialisé afin de devenir un réalisateur d'adéquation (« matchmaker ») au canal publicitaire, en fournissant des solutions technologiques tout au long de la chaîne de valeur. Grâce à son portefeuille de services destinés aux annonceurs et aux agences, et à ses services haut de gamme destinés aux éditeurs, PubliGroupe prévoit de contrôler la relation de bout en bout entre l'offre et la demande dans le secteur du marketing numérique ; et
- (iv) La Société vise à prendre des positions de leader sur des marchés attractifs grâce à une combinaison d'entreprises établies et d'entreprises axées sur des technologies à croissance rapide. Tout en prévoyant de consolider la position forte de local.ch en Suisse et de capitaliser sur le leadership européen de Zanox, elle vise également à développer la croissance de ses investissements numériques en Europe occidentale.

Conformément à ces thèmes, PubliGroupe a commencé à rationaliser ses opérations en 2012 par des réductions des frais généraux et la mise en œuvre de programmes d'efficacité au sein de local.ch et de Zanox. La Société a de plus cédé plusieurs actifs non stratégiques tels que quatre bâtiments à Berne et à Lausanne, son cabinet de conseil en informatique Namics, son segment d'activité Media Sales, sa participation de 49% dans xentive, le bien immobilier correspondant à Paris et sa participation dans FPH. Parallèlement, PubliGroupe a développé son portefeuille d'actifs axé sur la technologie par l'acquisition d'Improve Digital et la constitution de Spree7.

À l'avenir, PubliGroupe vise à réduire encore la complexité de sa structure et de son organisation afin de réaliser des gains d'efficacité opérationnelle dans les actifs stratégiques désignés. PubliGroupe continue de se concentrer sur ses actifs stratégiques dans les segments d'activité Search & Find et Digital & Marketing, et la cession de certains actifs non stratégiques. Plus précisément, Denon, iware et Persönlich Verlag, les participations minoritaires dans le secteur de la presse, dans SNP et Südostschweiz Presse und Print ainsi que les actifs immobiliers à Zurich et à Delémont, sont désignés comme étant des activités non stratégiques.

Les informations relatives à la Société et à l'environnement de marché actuel présentées dans ce chapitre et le chapitre 3 suivant se fondent sur des informations accessibles au public et/ou des données fournies par la Société qui n'ont pas fait l'objet de vérifications indépendantes par Lazard. Ni Lazard, ni aucune de ses sociétés affiliées, ni aucun de ses/leurs actionnaires directs ou indirects ni aucun de ses/leurs membres, employés ou agents n'offrent de garantie ou d'assurance (explicite ou implicite) ni n'assument de responsabilité quant à l'authenticité, l'origine, la validité, l'exhaustivité ou l'exhaustivité de telles informations et données.

### 3. ENVIRONNEMENT DE MARCHÉ ACTUEL

#### 3.1. INTRODUCTION

PubliGroupe a récemment mis en œuvre une stratégie commerciale mettant l'accent sur un portefeuille constitué d'une poignée d'entreprises axées sur la technologie afin de bénéficier des tendances mondiales dans le secteur du marketing et de la publicité étant donné la migration des produits de l'impression vers la numérisation croissante.

Avec ses activités de base désignées, la Société est active dans des segments de marché spécifiques au sein du secteur du marketing et de la publicité. Les sociétés du portefeuille du segment Search & Find sont en compétition avec d'autres acteurs du marché de l'impression et de la mise en ligne sur les marchés des portails d'annuaires et de produits apparentés. Avec son segment d'activité Digital & Marketing Services, PubliGroupe propose une technologie et des services sur le marché publicitaire numérique occidental, comprenant le marketing de performance en ligne et le marketing numérique.

#### 3.2. MARCHÉ DES ANNUAIRES

Le marché des annuaires continue d'être frappé par le changement structurel des médias imprimés vers les médias en ligne, intensifiant la pression sur les revenus du fait que les consommateurs s'orientent vers des solutions numériques. Le développement technologique devrait continuer à pousser l'utilisation d'Internet et la prédominance de la publicité en ligne. Plus précisément, la pénétration croissante et l'innovation continue des smartphones et des tablettes devraient conduire à la croissance non seulement du nombre d'utilisateurs, mais également du temps passé en ligne par utilisateur. Cette évolution contraint les opérateurs de télécommunications à élargir la bande passante et à mettre en œuvre de nouvelles technologies afin de créer l'infrastructure nécessaire et de gérer la transition d'un trafic dominé par la voix vers un trafic dominé par les données, générant un volume de données considérablement plus élevé.

Cependant, non seulement les revenus du segment de l'impression ont baissé conformément aux tendances globales, mais il existe également un risque inhérent d'érosion de la base du chiffre d'affaires en ligne et des marges avec l'intensification de la concurrence. Les services d'annuaires numériques sont un segment en croissance avec des obstacles d'entrée sur le marché faibles et des dépenses publicitaires en ligne se réduisant par rapport aux supports traditionnels en raison d'une personnalisation accrue, d'une plus grande efficacité et des coûts de publication et de distribution plus faibles. En outre, les sociétés d'annuaires sont actives dans un marché où la concurrence est le fait de différents acteurs qui se disputent activement les ventes publicitaires locales, notamment les moteurs de recherche, les portails de contenus, les plates-formes de consommateurs et de communautés locales ainsi que d'autres fournisseurs d'offres de services connexes.

Compte tenu de la dynamique de la concurrence, le segment a subi une migration des modèles d'affaires de la recherche en ligne aux propositions de marketing globales comportant des solutions numériques diversifiées pour les entreprises locales, y compris des produits publicitaires et des mises en adéquation des transactions pour les clients et les utilisateurs. PubliGroupe a géré avec succès la transition de son activité traditionnelle d'éditeur d'annuaires imprimés vers les annuaires en ligne individualisés avec des services générateurs de valeur ajoutée tels qu'une page de démarrage spécifique à une ville, des résultats de recherche en fonction de la localisation, l'offre de bons de réduction, des services de réservation et l'intégration de cartes géographiques. En Suisse, la *joint venture* entre PubliGroupe et Swisscom est la société leader du marché parmi les plates-formes de recherche suisses

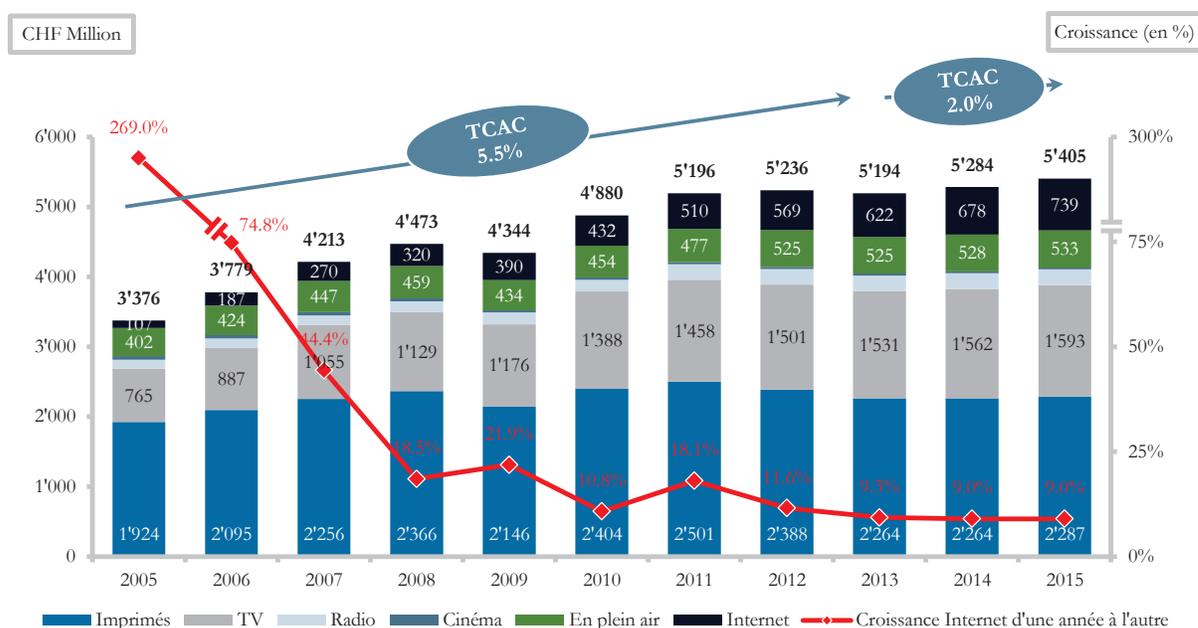
et fonctionne par le biais du site local.ch, le site ayant le plus grand nombre de clients individuels. Ce site entre en concurrence non seulement avec d'autres plates-formes de recherche locale et des plates-formes internationales (par exemple, gate24.ch, search.ch, Google), mais également avec des portails de recherche spécialisés (par exemple, Scout24, Homegate) et des entreprises offrant des services de bons de réduction ou de réservation (par exemple, DeinDeal, Groupon).

Selon la Société, local.ch a une longueur d'avance par rapport à son principal concurrent search.ch en termes de monétisation de services, caractérisé par une plus grande part de revenus générée par des services payants. Par rapport à l'autre concurrent clé, Google, local.ch présente une proximité plus élevée vis-à-vis de sa clientèle, répartie sur toute la Suisse, disposant d'une force de vente locale sur le terrain alors que Google se concentre sur les clients de premier plan dans les agglomérations.

Sur le marché suisse de la publicité sur Internet, il existe encore un potentiel inexploité présentant des taux annuels de croissance supérieurs à 5%, comme illustré sur le graphique ci-dessous. Il couvre la publicité payante via la recherche, les petites annonces, les écrans et les bannières de petites annonces ainsi que l'affiliation. En 2012, la publicité sur Internet a représenté 10.1% du marché de la publicité en Suisse et devrait contribuer à concurrence de 13.7% en 2015 du total des dépenses de publicité qui s'élèvent à CHF 5.4 milliards. Même si, entre 2013 et 2015, les prévisions tablent sur une diminution du rythme de la croissance d'une année à l'autre de la publicité sur Internet à une croissance toujours élevée mais à un seul chiffre, elles indiquent malgré tout une augmentation de la publicité payante dans cette catégorie à un taux de croissance annuel composé (TCAC) de 9.0% entre 2013 et 2015, alors que l'ensemble du marché devrait croître au TCAC de 2.0%.

Toutefois, les perspectives de croissance de local.ch se trouvent en dessous des prévisions du marché suisse de la publicité sur Internet étant donné que le nombre de participants dans le secteur augmente et que la baisse des médias d'impression classiques compte pour 34% du total des revenus, ce qui ne peut être entièrement compensé par une croissance en ligne plus élevée.

### MARCHÉ SUISSE DE LA PUBLICITÉ PAR SEGMENT 2005 - 2015



Source : ZenithOptimedia, prévisions des dépenses de publicité, décembre 2012

### 3.3. MARCHÉ DE LA PUBLICITÉ NUMÉRIQUE

PubliGroupe est actif sur le marché de la publicité numérique, y compris ses sous-segments, le marketing à la performance en ligne et la publicité programmatique.

Le marketing à la performance en ligne englobe le marketing par affiliation et la génération de *lead*, deux formes de publicité en ligne qui diffèrent de l’affichage publicitaire en ligne traditionnel, car le paiement est conditionné à un résultat (c’est-à-dire qu’il résulte d’une action initiée par l’utilisateur, telle qu’un achat ou l’envoi des coordonnées). Dans le modèle par affiliation, les utilisateurs cliquent généralement sur une annonce et sont redirigés vers le site web de l’annonceur pour finaliser la transaction. Une commission est versée au propriétaire de contenu une fois la transaction finalisée. En revanche, dans le modèle de génération de *lead*, il est généralement demandé aux utilisateurs de fournir leurs données personnelles, qui sont transmises à l’annonceur, et le paiement est un paiement en fonction de la recherche. Une commission est alors versée au propriétaire de contenu. En conséquence, ils sont soit rémunérés à l’action générée, soit au client prospectif.

La publicité numérique comprend également le marketing de sensibilisation traditionnel où le paiement est ultérieur à une action implicite non enregistrée (par exemple, la visite d’un site web, le fait de regarder une publicité vidéo) et non sur la base d’un résultat explicite. Dans la publicité en ligne traditionnelle, la rémunération des propriétaires est basée sur un coût par clic ou par millier de clics.

Le marketing en ligne est indifférent à la plate-forme et applicable aux ordinateurs de bureau, ordinateurs portables, téléphones mobiles et tablettes, et dans différents formats, tels que les affiliés, les bannières, les médias à contenu enrichi, les sponsors, la vidéo, la recherche payante et les petites annonces. La gamme de plus en plus étendue d’applications et de formats accélère les dépenses de publicité numérique, s’appuyant sur la croissance de la pénétration des appareils intelligents et l’amélioration de la bande passante destinée aux appareils mobiles. Pour profiter davantage de l’augmentation du nombre de clients potentiels et du temps passé en ligne, les annonceurs investissent et engagent des sommes importantes afin d’augmenter les promotions, les affaires et les offres destinées spécifiquement aux appareils mobiles.

L’augmentation des dépenses de publicité numérique, ainsi que la vitesse et la précision nécessaires pour l’analyse des données de l’utilisateur par des solutions algorithmiques vont de pair avec la nécessité d’une négociation basée sur la technologie entre les fournisseurs et les acheteurs de services de médias. Les fournisseurs d’inventaire et les annonceurs exigent des plates-formes où les annonces peuvent être chargées programmatiquement, en temps réel et de manière conviviale. Les plates-formes programmatiques permettent à plusieurs annonceurs publicitaires d’accéder à l’inventaire marketing et d’entrer en concurrence pour celui-ci. Les propriétaires de médias numériques (par exemple AOL, Yahoo et Microsoft) devraient encore augmenter la part de l’inventaire publicitaire numérique disponible par le biais de méthodes programmatiques. En conséquence, l’offre en temps réel ou d’autres plates-formes et technologies visant à améliorer la découverte, la négociation et les flux de circulation de l’information lors de l’achat d’inventaires publicitaires, devraient encore gagner en importance.

La technologie de négociation avec les éditeurs et l’optimisation du rendement de l’inventaire publicitaire deviennent des capacités essentielles aux propriétaires de médias pour démultiplier les gains d’efficacité, réduire les coûts de transaction et tirer parti du volume de données. Les nouveaux outils de négociation en ligne offrent de meilleures possibilités d’acquisition de clientèle et de monétisation. Cependant, cela ajoute de la complexité pour tous les intervenants tout au long de la chaîne de valeur du marketing numérique.

Cette chaîne de valeur se caractérise par plusieurs acteurs du marché qui présentent une importance

variable selon le modèle d'affaires privilégié (par exemple, l'approvisionnement auprès de l'inventaire publicitaire et la réalisation des transactions par l'échange de publicités ou par réseau de publicités). Le tableau suivant résume la chaîne d'approvisionnement du marketing numérique et fournit une description macroscopique des acteurs du marché.

CHAÎNE DE VALEUR DE LA PUBLICITÉ NUMÉRIQUE - EXPLICATIF

	Annonceur	Agence de publicité	Plate-forme axée sur la demande	Échange publicitaire	Réseau publicitaire	Plate-forme côté de l'offre	Éditeur	Utilisateur
DESCRIPTION	<ul style="list-style-type: none"> <li>Dépenses du budget de marketing pour générer des revenus</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Alloue le budget annonceur aux canaux et campagnes</li> <li>Fournit des services de gestion de la création et de campagne</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Plate-forme qui permet l'achat efficace de multiples échanges à travers le ciblage, l'analyse et l'intégration de données de tierce partie</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Marché mettant en commun et aux enchères les inventaires publicitaires d'éditeur. L'approvisionnement des inventaires publicitaires et les transactions sont automatisés</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Intermédiaire qui regroupe et intègre des inventaires publicitaires d'éditeur</li> <li>L'approvisionnement des inventaires publicitaires et les transactions sont plus manuelles; semblable aux médias traditionnels</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Utilisé par les éditeurs pour gérer les affaires, à la fois pour l'administration et le rendement</li> <li>Aide les éditeurs à débloquer la valeur des inventaires publicitaires</li> <li>Permet le routage de l'offre par l'échange par rapport au réseau</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Crée du contenu, le trafic des sources, crée l'inventaire publicitaire à partir du volume de pages vues, distribue vend / l'inventaire publicitaire</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Consomme du contenu qui anime le volume de pages vues</li> </ul>
SELECTIONNÉ PAR LES PARTICIPANTS CLÉS								

Source : Information de la Société, rapports de recherche des analystes institutionnels, analyses de Lazard

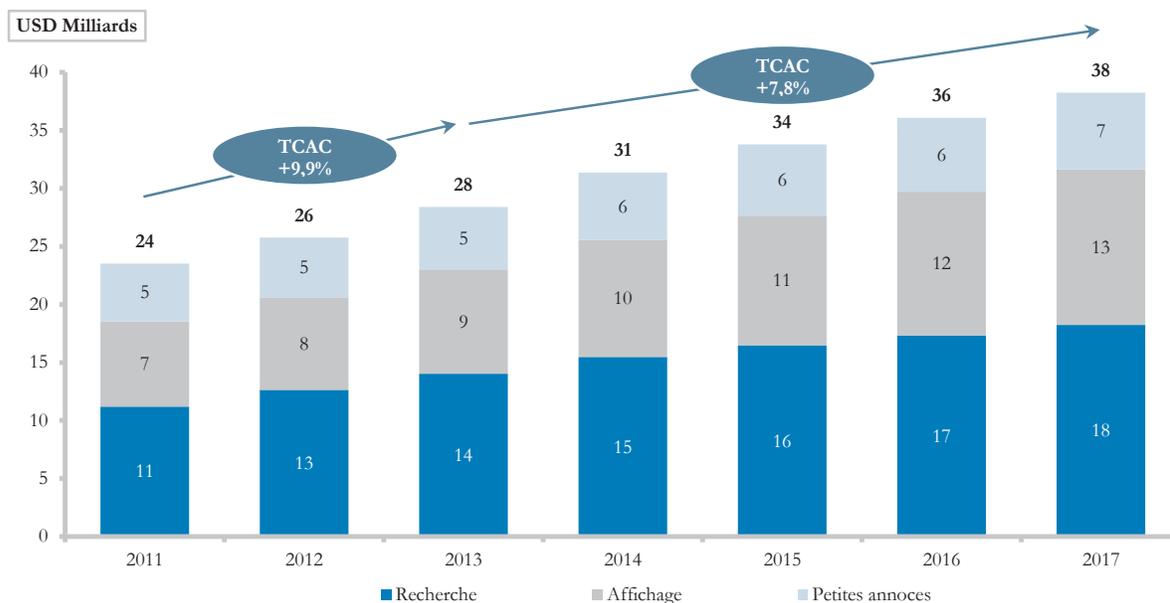
PubliGroupe couvre toute la chaîne de valeur du marché de la publicité numérique grâce à son portefeuille de sociétés dans le segment d'activité Digital & Marketing Services. Zanox est le premier réseau de publicité de performance d'Europe avec 90 millions de transactions par an et déclare occuper la première place au Royaume-Uni, au Benelux et en France, et la deuxième position en Suisse, en Allemagne, en Autriche, en Italie, en Espagne et dans les pays nordiques. Improve Digital offre une technologie de plate-forme de l'offre et des services de gestion du rendement dans toute l'Europe, et constitue la principale plate-forme européenne de l'offre. Spree7 exploite un bureau de négociation pour les agences indépendantes et les clients publicitaires non représentés par une agence. SVBmedia agit en qualité d'agence de marketing numérique et complète, avec sa filiale Bone, le portefeuille de la publicité numérique de PubliGroupe en Europe de l'Ouest.

Comme le montre le schéma ci-dessous, les dépenses en publicité numérique ont progressé de 9.9% en Europe occidentale depuis 2011 pour s'établir à USD 28 milliards en 2013. Elles devraient poursuivre leur croissance et atteindre USD 38 milliards d'ici 2017, soit un TCAC de 7.8%. Même si l'on s'attend à une croissance des publicités liées à la recherche et des petites annonces inférieure à la croissance du marché et que leur part de marché devrait légèrement diminuer (de 68.3% en 2013 à 65.0% en 2017), les dépenses en publicité numérique devraient continuer à croître grâce aux publicités d'affichage telles que les affiliés, les bannières, les médias au contenu enrichi, les sponsors et la vidéo, (par exemple, les annonces diffusées en cours de vidéos [in-stream], les bannières affichées dans les vidéos [in-banner] et les messages textuels insérés dans les vidéos [in-text]). La popularité de la publicité vidéo auprès des

consommateurs et des annonceurs est un moteur important de la croissance de la publicité d’affichage en Europe occidentale. En conséquence, on s’attend à une croissance supplémentaire de la part actuelle de la publicité d’affichage, qui devrait s’établir à 35% en 2017 contre 31% en 2013.

En constituant un portefeuille de sociétés leader axées sur la technologie publicitaire et en tirant parti de ces différents actifs au sein du Groupe, PubliGroupe mise sur un taux de croissance à deux chiffres dans son segment d’activité Digital & Marketing Services.

DÉPENSES EN PUBLICITÉ NUMÉRIQUE EN EUROPE OCCIDENTALE, 2011 - 2017



Source : eMarketer.com, août 2013

## 4. EVALUATION ET AUTRES ANALYSES FINANCIÈRES

### 4.1. INTRODUCTION

À la date du présent document, le capital de PubliGroupe se compose de 2'339'848 Actions Nominatives d'une valeur nominale de CHF 1.00. Nous comprenons qu'à la date du 20 juin 2014, 123'393 Actions Nominatives (5.3% des Actions Nominatives) sont détenues par PubliGroupe et que 5'000 autres Actions Nominatives sont détenues par la Fondation de prévoyance patronale de PubliGroupe. Ces 128'393 Actions Nominatives sont réputées être des actions propres de PubliGroupe dans le prospectus de Swisscom et par là-même, ne pas faire partie intégrante de l'Offre Swisscom. Nous avons été informés par la Société qu'il n'existe pas d'options ou d'autres instruments financiers en circulation qui conduiraient à une dilution supplémentaire de la valeur par Action Nominative.

La valeur d'une entreprise peut être déterminée par diverses méthodes, qui reposent sur des perspectives différentes. Lazard a considéré à la fois les méthodes de valorisation boursière et de valorisation par les fondamentaux afin de déterminer la valeur de PubliGroupe :

- (i) Analyse/méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles (DCF) : la méthode DCF évalue la valeur actuelle nette d'une société en actualisant ses flux de trésorerie futurs estimés par le coût moyen pondéré du capital (« WACC »). La méthode DCF est une méthode généralement reconnue pour l'évaluation des fondamentaux des entreprises de ce secteur. Les flux de trésoreries disponibles sont généralement projetées à moyen terme, puis une valeur terminale est déterminée en fonction d'hypothèses à long terme ;
- (ii) Analyse des entreprises comparables : la méthode de l'analyse des sociétés comparables évalue la valeur d'une société sur la base de ratios de mesures financières, tels qu'observés auprès de sociétés cotées sélectionnées jugées comparables d'un point de vue financier ;
- (iii) Analyse de transactions antérieures : la méthode de l'analyse de transactions antérieures comparables évalue la valeur d'une société sur la base des rapports entre des ratios de mesures financières sélectionnés, tels qu'observés dans des transactions passées par des sociétés cibles jugées comparables d'un point de vue financier.

En outre, l'évolution des cours d'une action d'une société cotée, considérée liquide à l'examen du volume des transactions récentes, peut fournir une indication supplémentaire quant à la valorisation d'une société.

Les objectifs de cours de l'action déterminés par les analystes financiers et la prime d'acquisition implicite, par rapport aux primes payées dans le cadre d'offres publiques d'achat antérieures, peuvent fournir des informations supplémentaires.

Compte tenu du fait que bon nombre des sociétés de PubliGroupe sont gérées de manière relativement indépendante, Lazard a valorisé séparément chacun de ses segments, les activités stratégiques, les sociétés associées et d'autres participations, dans la mesure où cela a été jugé approprié. Des analyses séparées du DCF, de sociétés comparables et de transactions antérieures comparables ont été effectuées en particulier pour les activités stratégiques suivantes :

- **Search & Find** : local.fr et local.ch ;
- **Digital & Marketing Services** : Improve Digital, SVBmedia, Spree7 et Zanox.

Les activités au sein de Corporate & Others, à savoir Denon et iware, ont également été analysées. Cependant, elles ne sont prises en compte que dans l'aperçu global de la valorisation sous forme de résumé, étant donné que leur impact sur la valeur est très limité.

En outre, Lazard a analysé séparément les activités non stratégiques de PubliGroupe, telles que ses participations résiduelles dans la presse et d'autres actifs financiers, ainsi que son portefeuille immobilier.

L'évaluation de la valeur et les analyses financières ont été réalisées en considérant ces entités comme indépendantes et en supposant la continuité de leurs activités, sauf pour les entreprises et les actifs indiqués comme étant non stratégiques.

En élaborant sa *fairness opinion*, Lazard a tenu compte de tous les résultats des méthodes d'évaluation financière et des analyses financières énoncées ci-dessus et n'a attribué aucune importance particulière à certains facteurs, analyses ou examens opérés. Au contraire, Lazard a établi son appréciation du caractère équitable de l'Offre sur la base de son expérience et de son jugement professionnels, après avoir examiné les résultats de l'ensemble de ses évaluations et analyses financières.

Pour les besoins de ses évaluations et analyses financières, Lazard a examiné l'évolution des cours et des valeurs du secteur, la conjoncture commerciale et économique générale, les marchés et les conditions financières, ainsi que d'autres aspects dont la plupart échappent au contrôle de la Société. Aucune entreprise, activité ou transaction ayant servi aux évaluations et aux analyses financières de Lazard à titre de comparaison, n'est complètement identique à la Société et l'appréciation des résultats de ces évaluations et analyses financière ne peut être entièrement « mathématique ». Les évaluations et les analyses financières font plutôt intervenir des considérations et des jugements complexes concernant des facteurs financiers et de gestion d'entreprise ainsi que d'autres facteurs de nature à affecter l'acquisition, la valeur boursière des actions ou d'autres valeurs d'entreprises, d'activités ou de transactions utilisées dans les évaluations et analyses financières de Lazard. Les estimations contenues dans les évaluations et les analyses financières de Lazard et les fourchettes d'évaluation résultant de toute méthode d'évaluation particulière ne sont pas nécessairement représentatives de valeurs réelles, ni de résultats ou de valeurs prévus ou futurs, lesquels peuvent être sensiblement différents de ceux suggérés par les valorisations et les analyses financières proposées par Lazard. De plus, les évaluations et les analyses financières relatives à la valeur des entreprises, des activités ou des titres ne visent pas à être des estimations ou à refléter le prix auquel ces entreprises, activités ou titres pourraient être effectivement vendus. Par conséquent, les estimations utilisées dans les évaluations et les analyses financières de Lazard, ainsi que les résultats qui en découlent, sont intrinsèquement sujets à un important degré d'incertitude.

Le résumé des évaluations et des analyses financières figurant ci-dessous, ainsi que dans les documents annexés, comprend des informations présentées sous forme de tableaux. Pour bien comprendre les évaluations et les analyses financières de Lazard, les tableaux doivent être lus parallèlement au texte intégral de chaque résumé correspondant. Les tableaux ne constituent pas à eux seuls une description complète des évaluations et des analyses financières de Lazard. Le fait de ne considérer que les données figurant dans les tableaux ci-dessous et les documents annexés sans tenir compte du contenu complet des évaluations et des analyses financières, notamment les méthodologies et les hypothèses qui sous-tendent les évaluations et les analyses financières, est de nature à donner une image trompeuse ou incomplète des évaluations et des analyses financières de Lazard.

Sauf indication contraire, les données quantitatives suivantes et les informations contenues dans les documents annexés, pour autant qu'elles concernent des données du marché, se fondent sur des données du marché existantes ou antérieures au 20 juin 2014.

## 4.2. HYPOTHÈSES SUR LE PLAN D'AFFAIRES

### 4.2.1. Introduction

L'analyse de Lazard est basée sur le plan d'affaires actuel de PubliGroupe, approuvé par le Conseil d'administration le 5 juin 2014.

Le plan d'affaires à la base de l'évaluation de la valeur de PubliGroupe repose sur le principe de la continuité de l'exploitation (« going concern ») et ne tient compte que de l'activité de la Société seule, excluant de potentielles synergies. Par ailleurs, nous avons revu certaines informations financières historiques et prévisionnelles pour chacune des activités clés de PubliGroupe, de ses entreprises associées et autres participations, dans la mesure où elles étaient disponibles.

### 4.2.2. Principaux facteurs de valeur des grands segments d'affaires

Lazard a étudié et analysé les principaux facteurs de valeur de PubliGroupe en les comparant à des analyses historiques et prospectives de référence.

#### 4.2.2.1. Search & Find

Le tableau ci-dessous récapitule les principaux facteurs de valeur ainsi que les hypothèses sous-jacentes pour le segment Search & Find. Ce segment inclut les annuaires et les activités connexes comme local.fr et local.ch (y compris les entités légales LTV Pages Jaunes SA, Swisscom Directories AG, local.ch AG), certaines activités étant menées en *joint venture* avec Swisscom.

DESCRIPTION DES FACTEURS DE VALEUR	2013	2011-2013/ 2013-2018	VALEUR TERMINALE
<p><b><u>Revenus/croissance des revenus (moyenne arithmétique) :</u></b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ Les revenus globaux ont légèrement décliné dans le passé et devraient baisser de façon marginale à moyen terme, en raison principalement du passage du papier à l'Internet et des évolutions correspondantes du modèle d'affaires.</li> <li>■ La croissance future devrait être tirée par une augmentation des revenus basés sur les transactions et d'autres offres marketing associées.</li> <li>■ L'activité a une prévision de croissance perpétuelle au moins conforme à celle du produit intérieur brut (PIB) local/européen.</li> </ul>	<p>local.fr : CHF 4.6 Mio.</p> <p>local.ch : CHF 199.6 Mio.</p>	<p>local.fr : (18.6)%/25.1% p.a.</p> <p>local.ch : (2.7%)/2.1% p.a.</p>	<p>local.fr : 2.0% p.a.</p> <p>local.ch : 1.5% p.a.</p>
<p><b><u>EBITDA/marge EBITDA (en % du CA) :</u></b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ Le passage du papier à l'Internet a conduit à un modèle d'affaires plus évolutif, stimulant davantage la profitabilité par rapport à la croissance des revenus.</li> <li>■ D'autres services marketing et liés aux transactions ont</li> </ul>	<p>local.fr : CHF (2.3) Mio.</p> <p>local.ch : CHF 59.4 Mio.</p>	<p>local.fr : (43.1)%/8.8% (moyenne)</p> <p>local.ch :</p>	<p>local.fr : 17.5%</p> <p>local.ch : 29.8%</p>

<p>également soutenu cette croissance.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ Sur le long terme, on estime que les marges opérationnelles s'établiront à des niveaux plus bas et plus durables au fur et à mesure que la concurrence augmentera, avec le passage au numérique des journaux et d'autres participants au marché et en raison de la consolidation des marchés et des acteurs.</li> </ul>		29.8%/31.1% (moyenne)	
<p><b>Dépenses en investissements (« CapEx »)/CapEx en % du CA :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ Historiquement, les investissements sont conformes au groupe de pairs correspondants.</li> <li>■ Investissements significatifs en 2013 et 2014 pour le remplacement périodique de l'ancien système pour local.ch.</li> <li>■ Taux d'investissements prévus à des niveaux légèrement plus faibles, étant donné le niveau élevé des investissements actuels et passés, tout en restant au niveau adéquat pour soutenir la croissance planifiée.</li> </ul>	<p>local.fr : CHF 0.1 Mio.</p> <p>local.ch : CHF 10.3 Mio.</p>	<p>local.fr : n.d./2.0% (moyenne)</p> <p>local.ch : n.d./3.1% (moyenne)</p>	<p>local.fr : 1.0%</p> <p>local.ch : 3.9%</p>

#### 4.2.2.2. Digital & Marketing Services

Le tableau ci-dessous récapitule les principaux facteurs de valeur ainsi que les hypothèses sous-jacentes pour le segment Digital & Marketing Services, comprenant les sociétés Improve Digital, Spree7, SVBmedia et Zanox :

DESCRIPTION DES FACTEURS DE VALEUR	2013	2011-13/ 2013-18	VALEUR TERMINALE
<p><b>Revenus/croissance des revenus (moyenne arithmétique) :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ La progression des revenus est largement tirée par la croissance générale du marché, avec l'engagement de plusieurs grands éditeurs au cours des derniers mois par rapport à l'évolution passée des affaires.</li> <li>■ Les longs cycles de vente entraînent le volume et conduisent à moyen terme à des gains de parts de marché dans différents pays.</li> <li>■ Le secteur du marketing affilié est en cours de maturation, et les dépenses de publicité se déplacent vers des canaux numériques mesurables, réduisant ainsi le potentiel de croissance à l'avenir.</li> <li>■ Cependant, Zanox devrait pouvoir s'arroger une part de la croissance future du marché étant donné sa position de leader, ses excellentes capacités d'exécution, ainsi que ses nombreuses relations actuelles avec les annonceurs.</li> <li>■ L'activité a une prévision de croissance perpétuelle au moins conforme à celle du PIB local/européen.</li> </ul>	<p>Improve Digital : CHF 5.8 Mio.</p> <p>Spree7 : CHF 0.4 Mio.</p> <p>SVBmedia : CHF 5.6 Mio.</p> <p>Zanox : CHF 597.7 Mio.</p>	<p>Improve Digital : n.d./50.2% p.a.</p> <p>Spree7 : n.d./51.9% p.a.</p> <p>SVBmedia : (17.1%)/13.4% p.a.</p> <p>Zanox : 5.7%/5.9% p.a.</p>	<p>Improve Digital : 2.0% p.a.</p> <p>Spree7 : 0.0% p.a.</p> <p>SVBmedia : 2.0% p.a.</p> <p>Zanox : 2.0% p.a.</p>
<p><b>EBITDA/marge EBITDA (en % du CA) :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ Forte expansion associée à des coûts importants et à une réduction significative des marges. Cet effet devrait diminuer à moyen terme avec la normalisation de la croissance.</li> <li>■ Zanox est active sur le marketing par affiliation, un segment de plus en plus compétitif du marketing à la performance en raison de la croissance du nombre de fournisseurs de services marketing basés sur des données</li> </ul>	<p>Improve Digital : CHF (2.8) Mio.</p> <p>Spree7 : CHF (1.1) Mio.</p> <p>SVBmedia : CHF (0.2) Mio.</p>	<p>Improve Digital : n.d./21.0% (moyenne)</p> <p>Spree7 : n.d./21.2% (moyenne)</p> <p>SVBmedia :</p>	<p>Improve Digital : 37.5%</p> <p>Spree7 : 25.0%</p> <p>SVBmedia : 22.1%</p>

numériques et d'acteurs techniques dans le domaine de la publicité, et l'augmentation des clients transférant leurs budgets vers d'autres activités numériques.	Zanox : CHF 23.3 Mio.	11.1%/16.6% (moyenne)  Zanox : 5.5%/4.6% (moyenne)	Zanox : 4.8%
<p><b>Dépenses en investissements (« CapEx »)/CapEx en % du CA :</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ Les dépenses d'investissement sont basées sur un effort conséquent de développement de produits dans les trois prochaines années pour absorber les plans de croissance future.</li> <li>■ Introduction de plusieurs éléments clés (y compris service vidéo complet, diffusion d'annonces, gestion des données, etc.) et améliorations de l'efficacité système.</li> <li>■ Le potentiel haussier des nouvelles caractéristiques et fonctions à moyen terme n'est pas encore intégré dans le plan d'affaires; ainsi, les hypothèses de CapEx se concentrent sur la gestion des systèmes existants et l'amélioration continue.</li> <li>■ CapEx constantes pour Zanox en termes absolus, cependant légèrement au-dessous des niveaux historiques étant donné les investissements passés élevés et l'effet de levier opérationnel de l'activité.</li> </ul>	<p>Improve Digital : n.d.</p> <p>Spree7 : CHF 0.0 Mio.</p> <p>SVBmedia : CHF 0.1 Mio.</p> <p>Zanox : CHF 6.8 Mio.</p>	<p>Improve Digital : n.d./18.3% (moyenne)</p> <p>Spree7 : n.d./2.0% (moyenne)</p> <p>SVBmedia : n.d./2.0% (moyenne)</p> <p>Zanox : 1.3%/1.1% (moyenne)</p>	<p>Improve Digital : 10.0%</p> <p>Spree7 : 1.5%</p> <p>SVBmedia : 3.8%</p> <p>Zanox : 0.8%</p>

### 4.3. ACTUALISATION DES FLUX DE TRÉSORERIE

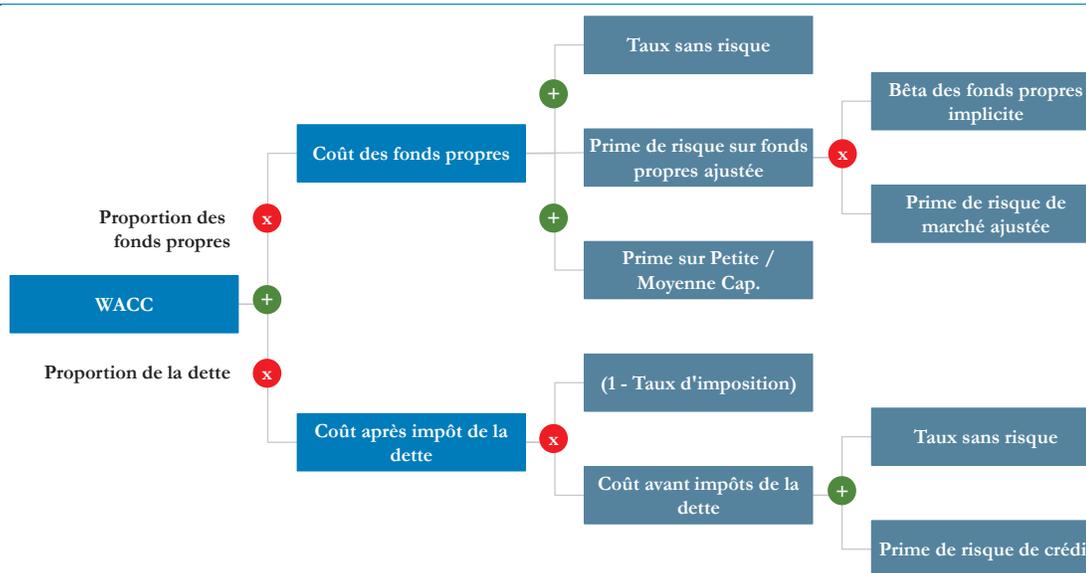
#### 4.3.1. Vue d'ensemble

À partir des projections fournies par la direction de la Société pour les exercices 2014 à 2018, telles que décrites dans le chapitre 4.2, Lazard a réalisé une évaluation de l'actualisation des flux de trésorerie (DCF) pour chacune des activités appartenant aux segments. La méthode DCF détermine la valeur actuelle nette d'une société en actualisant ses flux de trésorerie futurs estimés par le coût moyen pondéré du capital (« WACC »). Les flux de trésorerie disponibles sont généralement projetés à moyen terme. Ensuite, une valeur terminale est déterminée en fonction d'hypothèses à long terme.

#### 4.3.2. WACC

Pour chacune des activités, les flux de trésorerie disponibles prévisionnels et les valeurs terminales ont été actualisés à la valeur actuelle en utilisant des taux WACC allant de 8.8% à 12.3%. Le WACC est notamment calculé en fonction du taux de rendement des fonds propres attendu en utilisant le modèle d'évaluation des actifs financiers (« CAPM »), le coût futur prévisionnel de la dette, la structure de financement cible à long terme et le taux d'imposition à long terme de la Société. Ces différents paramètres sont décrits ci-dessous.

## WACC – PARAMÈTRES CLÉS



Nous avons calculé un WACC distinct pour chaque activité (cf. tableau ci-dessous) :

Activité	Bêta	Prime de risque du marché	Taux sans risque	Taux d'imposition	WACC
Local.fr	1.82	5.6%	3.3%	33.3%	<b>10.2%</b>
Local.ch	1.82	5.0%	1.9%	21.0%	<b>8.8%</b>
Improve Digital	1.17	5.0%	3.2%	25.0%	<b>12.2%</b>
SVBmedia	1.17	5.0%	3.2%	25.0%	<b>12.2%</b>
Spreed7	1.17	5.0%	3.0%	29.6%	<b>11.9%</b>
Zanox	1.17	5.2%	3.2%	29.3%	<b>12.3%</b>

Nous décrivons ci-dessous l'approche générale expliquant les paramètres utilisés. Les détails de chaque paramètre et les calculs par activité se trouvent en Annexe I.

### Taux d'intérêt sans risque

Le taux d'intérêt sans risque est le rendement implicite qu'un investisseur devrait obtenir d'un investissement sans risque, par exemple, des obligations d'État. Le taux d'intérêt sans risque est une valeur nominale qui tient compte des taux d'intérêts réels et de l'inflation attendus. Chaque obligation d'État a été choisie en fonction des principaux pays dans lesquels sont exercées les activités.

Par exemple, pour une activité exercée essentiellement en Suisse, le rendement à échéance d'une obligation d'État suisse avec une échéance de 10 ans était de 0.71%<sup>2</sup> au 20 juin 2014. Cependant, en raison de l'échéance déterminée des obligations d'État et de la faiblesse actuelle des taux, le taux d'intérêt sans risque a été normalisé afin de refléter un environnement avec un taux d'intérêt ordinaire au moment du réinvestissement. Historiquement, les rendements des obligations d'État suisses à 10 ans s'élevaient en moyenne à 1.90%<sup>3</sup> au cours des dix dernières années.

<sup>2</sup> Source : FactSet.

<sup>3</sup> Source : FactSet.

### Bêta des capitaux propres de la Société

Étant donné que la seule évaluation d'une action ne saurait reproduire le risque du marché, la prime de risque du marché est ajustée pour refléter la volatilité relative de PubliGroupe. Autrement dit, le bêta représente le risque systématique d'une action calculé à partir du CAPM. Afin de refléter les changements survenant au fil du temps dans la structure de risques sous-jacente de la Société et de s'aligner avec le taux d'intérêt sans risque local, le bêta des capitaux propres a été calculé à partir de la valeur médiane des bêtas BARRA locaux d'un groupe déterminé d'entreprises comparables référencé à l'Annexe I.

### Prime de risque du marché local

La prime de risque du marché correspond à la différence entre le rendement attendu du portefeuille et le taux d'intérêt sans risque, soit le rendement supplémentaire qu'attendent les investisseurs en raison de la détention d'un placement à risque. Lazard a utilisé une prime de risque historique moyenne à long terme de 5.0%<sup>4</sup> pour la Suisse et les Pays-Bas, de 5.2% pour l'Allemagne et de 5.6% pour la France.

### Prime pour petite et moyenne capitalisation

Des études empiriques ont montré que les petites et moyennes entreprises dégagent des rendements supérieurs à ceux des sociétés de plus grande taille<sup>5</sup>. Ces performances plus élevées ne peuvent s'expliquer par le CAPM et peuvent seulement être atteintes en prenant des risques plus importants. C'est pourquoi les investisseurs demandent une prime liée à la taille des petites et moyennes entreprises afin de compenser ces risques.

### Coût de l'endettement

Le coût du capital emprunté est le taux d'intérêt réel ou supposé sur la dette d'une société, ajusté de la déductibilité fiscale des dépenses d'intérêt. Le taux d'intérêt de PubliGroupe est variable et s'est élevé à 0.92% en 2013. Afin de couvrir les taux d'intérêt flottants du prêt bancaire, la Société a conclu un contrat de swap de taux d'intérêt. La partie flottante du swap est le libor CHF à trois mois, soit au 31 décembre 2013 : 0.02%, la partie fixe est de 1.64%. Cependant, le prêt à long terme est garanti par une cédule hypothécaire au porteur sur un bien immobilier et un compte bancaire nanti pour celui-ci, ce qui réduit significativement le coût de la dette. Ainsi, Lazard a utilisé un spread de crédit de 2.0%, conformément à l'opinion de la direction reflétant une majoration pour risque additionnel de créances non garanties.

#### 4.3.3. Résultats et principales sensibilités

Le tableau ci-dessous présente un résumé de l'analyse DCF pour les segments d'affaires clés. Lazard a déterminé la fourchette de valeur de PubliGroupe en appliquant différentes sensibilités par activité en ce qui concerne la valeur finale de la croissance (+/- 25 pb), la marge EBITDA (+/- 10% sur la marge perpétuelle) et le coût moyen pondéré du capital (+/- 50 pb).

Vue d'ensemble de la valorisation DCF ( <i>valeur d'entreprise au prorata en CHF</i> )	Fourchette basse	Fourchette haute
<b>Search &amp; Find</b>	287m	384m
<b>Digital &amp; Marketing Services</b>	138m	188m

<sup>4</sup> Source : Aswath Damodaran, Country Default Spreads and Risk Premiums (janvier 2014).

<sup>5</sup> Voir notamment : 2014 Ibbotson SBBi Market Report (prime de taille de 3.84%).

Toutes les valeurs d'entreprises (« VE ») ont été calculées au prorata des participations respectives de PubliGroupe.

#### 4.4. ANALYSE D'ENTREPRISES COMPARABLES

Lazard a étudié et analysé certaines sociétés cotées actives dans le secteur des médias, qui sont, selon Lazard et compte tenu de ses connaissances du secteur des médias, considérées comme raisonnablement comparables à la Société. Dans le cadre de ses analyses, Lazard a comparé les informations financières publiquement accessibles concernant ces entreprises sélectionnées à des fins de comparaison aux données correspondantes propres de la Société basées sur les prévisions de la direction de la Société. Lazard a ainsi comparé les activités de PubliGroupe aux sociétés suivantes du secteur des médias :

##### GRUPE DE PAIRS DE PUBLIGROUPE

SEARCH & FIND	DIGITAL & MARKETING SERVICES	ÉDITION
  	<p>MARKETING D'AFFILIÉ</p>           <p>PLATE-FORME CÔTÉ DE L'OFFRE</p>  <p>AGENCES DE PUBLICITÉ / AGENCES AVEC BUREAUX D'ÉCHANGE</p>     	             

Les sociétés ont été sélectionnées notamment selon les critères suivants :

- elles sont présentes sur des marchés occidentaux comparables avec une structure de secteur similaire et une économie comparable en termes de croissance, de législation, de conjoncture, etc., en incluant d'abord l'Europe et dans une certaine mesure l'Amérique du Nord ;
- elles sont des pairs de la Société sur le marché et ont des modèles d'affaires comparables ;
- elles exercent des activités avec des données opérationnelles et financières comparables (p. ex. perspectives de croissance, marges, part des activités en ligne et hors ligne, etc.)

Il convient de noter qu'aucune des entreprises sélectionnées n'est directement comparable à la Société et à ses activités, et que les entreprises considérées ne remplissent pas toutes tous les critères de sélection mentionnés ci-dessus.

Sur la base des estimations d'analystes financiers et d'autres informations publiques, Lazard a analysé, entre autres facteurs, les relations existant entre certains indicateurs financiers et la valeur d'entreprise, qui sont présentées ci-dessous :

- **valeur d'entreprise/CA** : valeur de chaque entreprise comparable exprimée en multiple du CA projeté par l'entreprise pour chaque exercice jusqu'au 31 décembre 2014. La valeur d'entreprise est égale à la valeur de marché de ses capitaux propres, plus la valeur des actions préférentielles (à la valeur de liquidation), la valeur de marché des intérêts minoritaires dans les fonds propres des filiales consolidées par intégration, la valeur de marché de sa dette financière à court et à long terme, moins la trésorerie et les équivalents de trésorerie ;
- **valeur d'entreprise/EBITDA** : valeur de chaque entreprise comparable sélectionnée, exprimée en multiple des projections des bénéfices avant intérêts, impôts, dépréciations et amortissements de l'entreprise concernée, pour chaque exercice fiscal jusqu'au 31 décembre 2014.

En particulier, Lazard a passé en revue les entreprises comparables (voir Annexe II) et a calculé, dans la mesure où les informations étaient accessibles au public, puis comparé les valeurs d'entreprise en multiples des indicateurs financiers sélectionnés plus haut.

Pour le segment Search & Find, les principales sociétés comparables cotées en Europe sont Eniro et Solocal. Ces deux sociétés sont actives dans le domaine des annuaires, ont une part considérable de leur activité dans les répertoires en ligne avec respectivement 80% et 63% et développent aussi des services liés aux transactions. Ainsi, les fourchettes d'évaluation des sociétés comparables ont été calculées par les multiples Valeur d'entreprise/EBITDA 2014 de ces deux sociétés.

Pour le segment Digital & Marketing Services, les entreprises cotées comparables varient pour chaque société détenue par PubliGroupe. Zanox a été comparée à des entreprises orientées davantage sur le marketing affilié, comme TradeDoubler, Hi-Media et Conversant. Improve Digital a été comparée à des sociétés ayant une plate-forme côté vendeurs (supply side platform) comme Rubicon. Spree7 ainsi que SVBMedia ont été comparées au secteur plus général des agences de publicité, qui comprend les agences disposant de trading desks comme WPP, Omnicom, Publicis, IPG et Havas ; la comparabilité a néanmoins été jugée limitée.

L'Annexe II donne plus de détails sur l'analyse des entreprises comparables.

À partir de ce qui précède, notre fourchette de valorisation globale est résumée ci-dessous<sup>6</sup> :

Vue d'ensemble de la valorisation par comparaison avec des entreprises comparables ( <i>valeur d'entreprise au prorata en CHF</i> )	Fourchette basse	Fourchette haute
<b>Search &amp; Find</b>	200	253
<b>Digital &amp; Marketing Services</b>	93	143

Toutes les valeurs d'entreprises (« VE ») ont été calculées au prorata des participations respectives de PubliGroupe.

#### 4.5. ANALYSE DE TRANSACTIONS ANTÉRIEURES

Lazard a pris en considération et analysé certaines informations financières accessibles au public sur des sociétés cibles des secteurs des annuaires, de la publicité numérique et de l'édition qui ont récemment été l'objet d'opérations de fusions et acquisitions, et dont les activités ont été considérées comme

<sup>6</sup> Pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres par action, se référer au chapitre 5.

comparables aux activités respectives de PubliGroupe. Dans le cadre de ces analyses, Lazard a notamment étudié certaines informations financières et certains multiples de transactions relatifs aux sociétés cibles concernées par les opérations en question, puis a comparé ces informations aux données correspondantes sur les activités de la Société.

- Multiples valeur d'entreprise/CA (12 derniers mois) ;
- Multiples valeur d'entreprise/EBITDA (12 derniers mois).

Bien qu'aucune des transactions antérieures sélectionnées ni aucune des sociétés sélectionnées ne soit entièrement comparable aux activités, les transactions ont été choisies parce qu'elles concernaient des sociétés dont les opérations pouvaient être considérées, pour les besoins de l'analyse, comme similaires à certaines opérations des secteurs d'activités de la Société.

En particulier, Lazard a étudié les transactions comparables (Annexe III) et, dans la mesure où les informations requises étaient accessibles au public, a calculé puis comparé la valeur d'entreprise en tant que multiple des indicateurs financiers sélectionnés présentés plus haut, à chaque fois pour l'exercice annuel précédant la date d'annonce des transactions concernées.

Pour le segment Search & Find, nous avons pris en compte les transactions concernant les secteurs des annuaires et des annonces en nous concentrant essentiellement sur l'Europe. Le multiple VE/EBITDA a été utilisé comme principal indicateur financier pour l'extraction d'une fourchette de valorisation.

Pour le segment Digital & Marketing Services, nous avons pris en compte les transactions concernant des sociétés dans le secteur du marketing affilié, et des plateformes côté vendeurs et côté acheteurs. Les deux multiples VE/CA (12 derniers mois) et VE/EBITDA (12 derniers mois) sont les indicateurs financiers qui ont été utilisés pour déterminer la fourchette de valorisation.

L'Annexe III contient plus de détails sur l'analyse des transactions antérieures.

À partir de ce qui précède, notre fourchette de valorisation globale est résumée ci-dessous<sup>7</sup> :

Vue d'ensemble de la valorisation par les transactions antérieures (valeur d'entreprise au prorata en CHF)	Fourchette basse	Fourchette haute
<b>Search &amp; Find</b>	253	281
<b>Digital &amp; Marketing Services</b>	98	116

Toutes les valeurs d'entreprises (« VE ») ont été calculées au prorata des participations respectives de PubliGroupe.

#### 4.6. ANALYSES COMPLÉMENTAIRES DE LA SOCIÉTÉ

Les analyses et données présentées ci-dessous ont été rassemblées à titre informatif uniquement et n'ont pas été significatives dans l'élaboration de la *fairness opinion* de Lazard.

<sup>7</sup> Pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres par action, se référer au chapitre 5.

#### 4.6.1. Analyse de la prime payée

L'offre de Swisscom de CHF 214.00 par Action Nominative équivaut à une prime de 69.0% par rapport au cours de clôture de PubliGroupe de CHF 126.60 et une prime de 73.4% par rapport à la moyenne du prix des actions (VWAP), de CHF 123.41, le 17 avril 2014, jour de la publication de l'annonce préalable de Tamedia après la clôture du négoce à la bourse.

L'offre de Swisscom est supérieure aux primes versées historiquement lors de transactions de fusions et acquisitions en Suisse, qui vont de primes médianes et moyennes de 25% et 32% si l'on tient compte des offres publiques d'acquisition depuis août 2007<sup>8</sup>.

#### 4.6.2. Performance historique du cours de l'action

Lazard a étudié l'historique des cours des actions ordinaires de la Société sur la période de 36 mois se terminant le 17 avril 2014. Sur cette période, le cours intraday des actions ordinaires de la Société s'est établi dans une fourchette d'environ CHF 85.00 à 160.00 par Action Nominative. Lazard a également passé en revue la performance historique du cours des actions ordinaires de la Société sur des périodes de un, deux et trois ans se terminant le 31 décembre. L'utilisation de ces périodes variables vise à permettre de mesurer la progression du cours de l'action de la Société et d'isoler les effets d'événement particuliers de l'entreprise ou d'autres événements sur la performance du cours de l'action. Le tableau suivant présente les résultats de ces analyses :

	2011	2012	2013	2014 <sup>(1)</sup>
Fourchette haute	160.00	153.60	151.30	134.30
Fourchette basse	99.10	114.00	85.05	90.00

(1) Jusqu'à la date de l'annonce préalable par Tamedia le 17 avril 2014.

Source : Bloomberg

#### 4.6.3. Cours cible des analystes

Lazard a étudié les rapports d'analystes les plus récents sur les actions ordinaires de la Société. La couverture de PubliGroupe par les analystes est faible et il n'existe qu'un seul rapport de recherche sur les actions publié après la vente de la division Media Sales de PubliGroupe. Par ailleurs, il n'existe pas de recherche sur les cours cibles. Étant donné le changement important du modèle d'affaires de PubliGroupe après la vente de la division Media Sales et l'absence de couverture de la part des analystes, Lazard ne considère pas la recherche menée sur les actions et les cours cibles respectifs comme une méthode de valorisation ou une référence appropriées.

<sup>8</sup> Analyse de Lazard.

## 5. RÉSUMÉ DE L'ÉVALUATION ET CONCLUSION

### 5.1. VUE D'ENSEMBLE

Lazard a analysé les capitaux propres de PubliGroupe d'un point de vue financier en utilisant les trois méthodes principales décrites plus haut. Comme exposé ci-après, les méthodes de l'actualisation des flux de trésorerie (DCF) utilisant différentes sensibilités, des entreprises comparables et des transactions antérieures ont débouché sur des fourchettes de valeurs allant de CHF 200 - 283 Mio. pour Search & Find et CHF 107 - 148 Mio. pour Digital & Marketing Services. Pour Corporate & Others, seul iware a une certaine valeur positive, estimée à CHF 2 Mio., qui a été reflétée dans la fourchette globale de valorisation. Toutes les valeurs d'entreprises (« VE ») ont été calculées au prorata des participations respectives de PubliGroupe. La fourchette globale de valorisation se situe entre CHF 309 Mio. et CHF 433 Mio.

La fourchette de valorisation déterminée pour Search & Find va de la limite basse de la valorisation des entreprises comparables à la limite supérieure de la valorisation des transactions antérieures, à la limite inférieure de la valorisation DCF.

La fourchette de valorisation de Digital & Marketing Services a été fixée au sein de l'intervalle de valorisation des transactions antérieures et autour de la limite inférieure de la fourchette de valorisation DCF. Elle tombe également largement dans la fourchette de valorisation des entreprises comparables.

La fourchette de valorisation de chaque activité des deux segments a été déterminée selon le jugement de Lazard.

Vue d'ensemble de la valorisation (valeur d'entreprise au prorata en CHF)	DCF (CHF)	Entreprises comparables (CHF)	Transactions antérieures (CHF)	Fourchette sélectionnée (CHF)
<b>Search &amp; Find</b>	287 - 384 Mio.	200 - 253 Mio.	253 - 281 Mio.	200 - 283 Mio.
<b>Digital &amp; Marketing Services</b>	138 - 188 Mio.	93 - 143 Mio.	98 - 116 Mio.	107 - 148 Mio.
<b>Corporate &amp; Others</b>	n.m.	n.m.	n.m.	2m
<b>Groupe</b>	<b>n.m.</b>	<b>n.m.</b>	<b>n.m.</b>	<b>309 - 433</b>

D'autres analyses de la Société comme l'analyse de la prime, de la performance historique du cours de l'action et des cours cibles ont été passées en revue, mais n'ont pas été prises en considération pour déterminer les fourchettes de valorisation indiquées ci-dessus étant donné leur significativité limitée.

### 5.2. AJUSTEMENTS DE LA VALEUR DE L'ENTREPRISE

Pour passer de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres, Lazard a procédé à certains ajustements :

- **Trésorerie, équivalents de trésorerie et titres négociables** : valeur comptable des positions de trésorerie et d'équivalents de trésorerie de PubliGroupe de CHF 41.8 Mio. au 31 mars 2014,

comprenant le produit de la vente de Media Sale ajusté du versement de dividendes de CHF 4.4 Mio. pour 2013 et de liquidités de LTV déconsolidées et redistribuées à Swisscom (50%) et PubliGroupe (50%) pour un montant de CHF 8.8 Mio. Cette valeur comprend de plus tous les titres négociables pour un montant de CHF 14.8 Mio., évalués soit à leur valeur de marché (Tamedia, Goldbach, NZZ et AZ Medien), soit à leur valeur comptable (Regiopress).

- **Produit de la vente de FPH Freie Presse Holding AG :** PubliGroupe a annoncé la vente de sa participation de 25.07% dans FPH Freie Presse Holding AG pour CHF 53.0 Mio. à NZZ-Mediengruppe.
- **Autres investissements dans des sociétés affiliées :** les valeurs de Südostschweiz Presse und Print AG, Société Neuchâteloise de Presse SA et Dr. W. Bentlage Verlagsgruppe Nord GmbH & Co KG ont été calculées comme suit :
  - Südostschweiz Presse und Print AG : moyenne entre un rapport de valorisation indépendant préparé par BDO daté du 30 avril 2013 et une offre sans engagement soumise par un investisseur privé pour cette activité, conduisant à une valeur médiane de CHF 5.2 Mio. pour la participation de 20% de PubliGroupe ;
  - Société Neuchâteloise de Presse SA : application à l'EBITDA moyen 2012 et 2013 d'un multiple moyen dans l'édition de 10.0x, équivalant à une valeur médiane de CHF 2.1 Mio. de la participation de 28.5% de PubliGroupe ;
  - Dr. W. Bentlage Verlagsgruppe Nord GmbH & Co KG : valeur comptable de CHF 0.3 Mio. de la participation de PubliGroupe de 24.8%.
- **Immobilier :** les biens immobiliers de PubliGroupe à Zurich et Delémont ont été désignés comme des activités non essentielles. Ainsi, Lazard en a tenu compte à leur juste valeur dans les ajustements de la valeur d'entreprise sur la base d'estimations de leur valeur de marché fournies par des agences immobilières et des courtiers indépendants, et à partir d'une évaluation fondée sur le rendement atteignant CHF 75-108 Mio. pour Zurich et 3.2 Mio. pour Delémont, ce qui conduit à une valeur médiane globale de CHF 94.9 Mio. Étant donné la nature non stratégique de ces actifs, une vente à moyen terme est probable. Les impôts sur les gains immobiliers et autres taxes, d'un montant estimé à CHF 15.5 Mio., ont été déduits.
- **Immobilisations financières :** les titres immobilisés comprennent des prêts à des tiers et à des entreprises affiliées pour CHF 23.4 Mio., des titres immobilisés pour un montant de CHF 7.0 Mio. et des réserves de contribution au régime de pension après impôts de CHF 5.2 Mio. Tous les chiffres sont pris en compte respectivement à leurs valeurs d'acquisition et comptables, nets de provisions pour prêts douteux.
- **Report en avant de pertes fiscales :** les activités de PubliGroupe ont d'importants reports en avant de pertes fiscales non utilisés d'un montant de CHF 38.9 Mio. après la vente de Media Sales, dont CHF 6.2 Mio. peuvent être utilisés pour compenser de futurs bénéfices au cours des prochaines années, ce qui conduit à une valeur actuelle nette de CHF 4.6 Mio., actualisée au coût moyen pondéré du capital et en prenant en compte le taux d'imposition local des activités concernées.
- **Dettes à court et à long terme :** la portion de la dette à court et à long terme s'élevait à CHF 40.2 Mio. au 31 mars 2014.
- **Frais de siège :** cette position comprend les coûts des services du groupe à ses filiales. Lazard a appliqué un multiple de CHF 7.0x sur les coûts planifiés de CHF 7.7 Mio. par an à partir de 2015, soit une valeur négative de CHF 53.7 Mio. Les frais de siège pour DMS ont été directement alloués aux sous-segments de DMS en fonction de leur CA respectif.

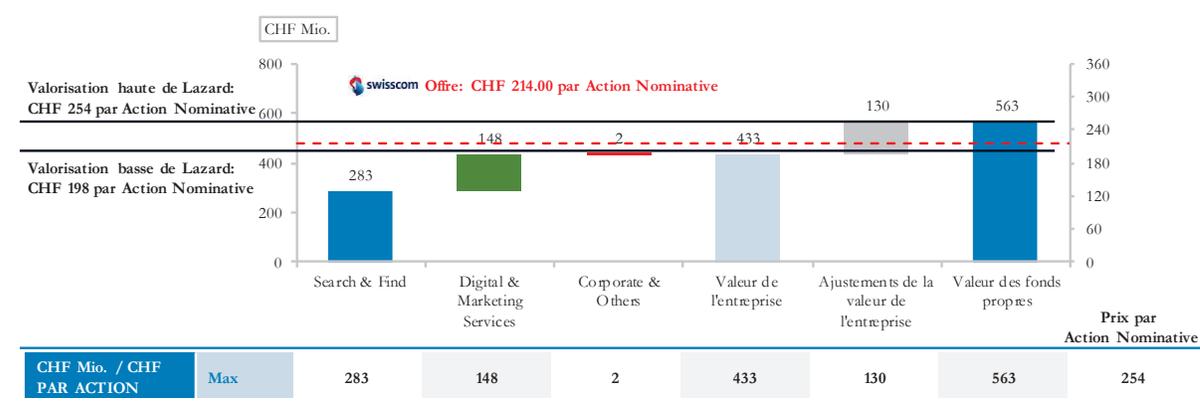
Le tableau ci-dessous récapitule les ajustements de la valeur d'entreprise.

Vue d'ensemble des ajustements de la valeur d'entreprise	Valeur (CHF)
+Trésorerie, équivalents de trésorerie et titres négociables	43.3m
+ Produit de la vente de FPH Freie Presse Holding AG	53.0m
+ Autres investissements dans des sociétés affiliées	7.7m
+ Immobilier	79.4m
Prêts à des tiers et des sociétés affiliées, nets de provisions pour prêts douteux	23.4m
+ Titres immobilisés	7.0m
+ Réserves de contributions de l'employeur au régime de pension	5.2m
= Immobilisations financières	35.6m
+ Report en avant de pertes fiscales	4.6m
- Dette à court et à long terme	40.2m
- Frais de siège social (non alloués aux segments)	53.7m
<b>= Ajustements de la valeur d'entreprise</b>	<b>129.7m</b>

### 5.3. RÉSUMÉ DE L'ÉVALUATION

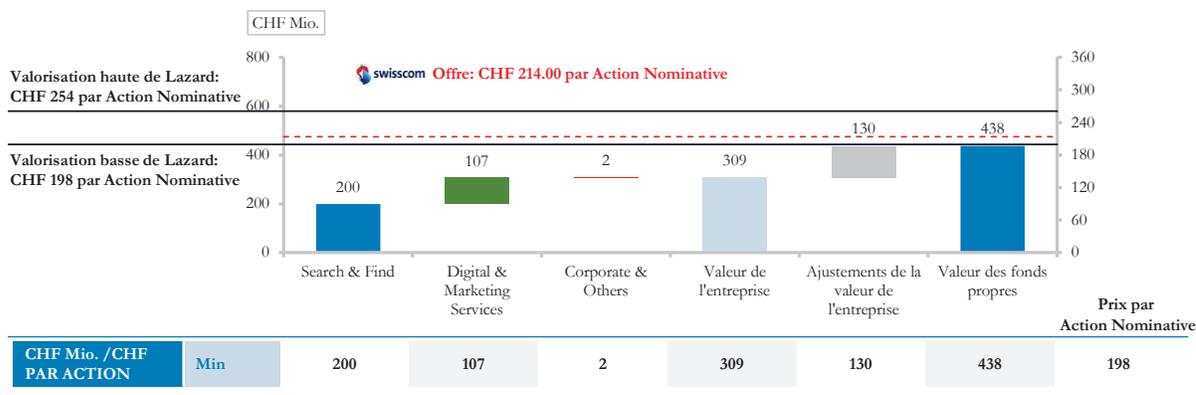
Vue d'ensemble de la valorisation	Fourchette basse	Fourchette haute
Search & Find	200m	283m
+ Digital & Marketing Services	107m	148m
+ Corporate & Others	2m	2m
<b>= Valeur d'entreprise</b>	<b>309m</b>	<b>433m</b>
<b>= Ajustements de la valeur d'entreprise</b>	<b>130m</b>	<b>130m</b>
<b>= Valeur des fonds propres</b>	<b>438m</b>	<b>563m</b>
Actions Nominatives au 20 juin 2014 (#)	2,339,848	
- Actions propres au 20 juin 2014	123,393	
<b>./. Nombre d'actions en circulation</b>	<b>2,216,455</b>	
<b>= Valeur par Action Nominative (sur la base des actions en circulation au 20 juin 2014)<sup>9</sup></b>	<b>198</b>	<b>254</b>

### COMPOSITION DE LA VALEUR ÉLEVÉE (CHF MIO./CHF PAR ACTION NOMINATIVE)



<sup>9</sup> En tenant compte des 5'000 actions détenues par la Fondation de prévoyance patronale de PubliGroupe en tant qu'actions propres supplémentaires comme dans l'Offre de Swisscom, la valeur respective par action est comprise entre CHF 198 et CHF 255.

## COMPOSITION DE LA VALEUR BASSE (CHF MIO./CHF PAR ACTION NOMINATIVE)



## 5.4. CONCLUSION

Le Prix offert par Swisscom tombe dans la fourchette des résultats de nos analyses financières et évaluations de la Société. Ainsi, compte tenu et sous réserve de ce qui précède, nous sommes d'avis, qu'à la date de cette *fairness opinion*, le Prix offert par Swisscom est équitable d'un point de vue financier pour les détenteurs publics d'Actions Nominatives.

La présente *fairness opinion* est remise exclusivement dans l'intérêt du Conseil d'administration de la Société, dans le cadre et pour les besoins de son examen, en toute indépendance de jugement, du Prix offert par Swisscom. Elle n'a pas été établie et elle n'est pas établie pour le compte d'une autre personne. Cette *fairness opinion* ne traite que du caractère équitable, d'un point de vue financier à la date de la présente *fairness opinion*, de Prix offert par Swisscom aux détenteurs publics d'Actions Nominatives, et ne traite aucun autre aspect ou implication de l'Offre de Swisscom, ni encore les mérites relatifs de l'Offre de Swisscom par rapport à toute autre transaction ou offre faite à la Société ou ses actionnaires. La présente *fairness opinion* ne peut être publiée qu'en relation avec le rapport du Conseil d'administration de la Société aux actionnaires de la Société au sujet de l'Offre de Swisscom et ne saurait être utilisée ou publiée, en tout ou partie, dans un autre contexte ou à une autre fin.

**La *fairness opinion* de Lazard ne constitue pas une recommandation à une personne quelle qu'elle soit quant à l'opportunité pour cette personne d'offrir des actions dans le cadre de l'Offre Swisscom.**

Lazard GmbH

Dr. Rolf Bachmann, Directeur général

Zurich, le 23 juin 2014

## ANNEXE I – CALCUL DU COÛT MOYEN PONDÉRÉ DU CAPITAL (WACC)

## SEARCH &amp; FIND (FRANCE)

## CALCUL DU COÛT DES FONDS PROPRES

SOCIÉTÉ	BÊTA	PAYS	TAUX D'IMPOSITION	FACTEUR D'ENDETTEMENT	BÊTA APURÉ DE L'ENDETTEMENT
Solocal	1.82	France	33.3%	2.23	0.82
Eniro	1.82	Suède	22.0%	1.55	1.18
Yellow Media	1.45	Canada	26.5%	1.89	0.77
<b>Médian</b>	<b>1.82</b>		<b>26.5%</b>	<b>1.89</b>	<b>0.82</b>

## CALCUL DU WACC

PARAMÈTRES	VALEUR	COMMENTAIRE
Taux sans risque	3.3%	Moyenne des obligations d'État françaises à 10 ans sur les 10 dernières années
Prime de risque du marché	5.6%	Prime de risque pour la France selon Damodaran
Bêta apuré de l'endettement	0.82	Basé sur les entreprises comparables
Bêta dépendant du financement	1.05	Bêta recalculé en tenant compte de la future structure du capital
Prime pour petite/moyenne capitalisation	3.8%	Prime pour petite/moyenne capitalisation pour prendre en compte leur risque accru
<b>Coût du capital</b>	<b>13.0%</b>	<b>Coût des fonds propres comprenant la prime pour petite/moyenne capitalisation</b>
Taux sans risque	3.3%	Moyenne des obligations d'État françaises à 10 ans sur les 10 dernières années
Prime de crédit	2.0%	Calculée en fonction des coûts de financement historiques et prévisionnels
Taux d'imposition	33.3%	Taux d'imposition en France selon l'étude sur la fiscalité de KPMG
<b>Coût de l'endettement (après impôts)</b>	<b>3.6%</b>	<b>Coût de l'endettement après impôts selon le taux d'imposition en France</b>
Dette/ fonds propres	42.9%	Endettement financier selon le groupe de pairs
<b>WACC</b>	<b>10.2%</b>	<b>Coût moyen pondéré du capital après impôts</b>

Source : BARRA, FactSet, Damodaran, Ibbotson

## ANNEXE I – CALCUL DU COÛT MOYEN PONDÉRÉ DU CAPITAL (WACC) (SUITE)

## SEARCH &amp; FIND (SUISSE)

## CALCUL DU COÛT DES FONDS PROPRES

SOCIÉTÉ	BÊTA	PAYS	TAUX D'IMPOSITION	FACTEUR D'ENDETTEMENT	BÊTA APURÉ DE L'ENDETTEMENT
Solocal	1.82	France	33.3%	2.23	0.82
Eniro	1.82	Suède	22.0%	1.55	1.18
Yellow Media	1.45	Canada	26.5%	1.89	0.77
<b>Médian</b>	<b>1.82</b>		<b>26.5%</b>	<b>1.89</b>	<b>0.82</b>

## CALCUL DU WACC

PARAMÈTRES	VALEUR	COMMENTAIRE
Taux sans risque	1.9%	Moyenne des obligations d'État suisses à 10 ans sur les 10 dernières années
Prime de risque du marché	5.0%	Prime de risque pour la Suisse selon Damodaran
Bêta apuré de l'endettement	0.82	Basé sur les entreprises comparables
Bêta dépendant du financement	1.09	Bêta recalculé en tenant compte de la future structure du capital
Prime pour petite/moyenne capitalisation	3.8%	Prime pour petite/moyenne capitalisation pour prendre en compte leur risque accru
<b>Coût du capital</b>	<b>11.2%</b>	<b>Coût des fonds propres comprenant la prime pour petite/moyenne capitalisation</b>
Taux sans risque	1.9%	Moyenne des obligations d'État suisses à 10 ans sur les 10 dernières années
Prime de crédit	2.0%	Calculée en fonction des coûts de financement historiques et prévisionnels
Taux d'imposition	21.0%	Taux d'imposition en Suisse selon les informations de la Société
<b>Coût de l'endettement (après impôts)</b>	<b>3.1%</b>	<b>Coût de l'endettement après impôts selon le taux d'imposition en Suisse</b>
Dette/fonds propres	42.9%	Endettement financier selon le groupe de pairs
<b>WACC</b>	<b>8.8%</b>	<b>Coût moyen pondéré du capital après impôts</b>

Source : BARRA, FactSet, Damodaran, Ibbotson

## ANNEXE I – CALCUL DU COÛT MOYEN PONDÉRÉ DU CAPITAL (WACC) (SUITE)

## DIGITAL &amp; MARKETING SERVICES (IMPROVE DIGITAL &amp; SVBMEDIA)

## CALCUL DU COÛT DES FONDS PROPRES

SOCIÉTÉ	BÊTA	PAYS	TAUX D'IMPOSITION	FACTEUR D'ENDETTEMENT	BÊTA APURÉ DE L'ENDETTEMENT
Conversant	1.13	États-Unis	40.0%	0.99	1.15
Criteo	2.54	France	33.3%	0.92	2.76
Millennial Media	1.36	États-Unis	40.0%	0.87	1.56
Marchex	1.07	États-Unis	40.0%	0.95	1.13
Hi-Media	1.18	France	33.3%	1.06	1.12
Goldbach Group	0.97	Suisse	21.0%	0.74	1.31
TradeDoubler	1.37	Suède	22.0%	0.73	1.88
ad pepper	0.97	Allemagne	29.6%	0.46	2.09
Tree.com	0.95	États-Unis	40.0%	0.83	1.15
QuinStreet	1.27	États-Unis	40.0%	1.00	1.27
Rubicon Project	2.18	États-Unis	40.0%	0.97	2.24
WPP	1.26	Royaume-Uni	21.0%	1.09	1.15
Omnicom	0.97	États-Unis	40.0%	1.08	0.90
Publicis	1.28	France	33.3%	0.98	1.31
IPG	1.08	États-Unis	40.0%	1.08	1.00
Havas	1.16	France	33.3%	1.07	1.08
<b>Médian</b>	<b>1.17</b>		<b>36.7%</b>	<b>0.98</b>	<b>1.21</b>

## CALCUL DU WACC

PARAMÈTRES	VALEUR	COMMENTAIRE
Taux sans risque	3.2%	Moyenne des obligations d'État néerlandaises à 10 ans sur les 10 dernières années
Prime de risque du marché	5.0%	Prime de risque pour les Pays-Bas selon Damodaran
Bêta apuré de l'endettement	1.21	Basé sur les entreprises comparables
Bêta dépendant du financement	1.43	Bêta recalculé en tenant compte de la future structure du capital
Prime pour petite/moyenne capitalisation	3.8%	Prime pour petite/moyenne capitalisation pour prendre en compte leur risque accru
<b>Coût du capital</b>	<b>14.2%</b>	<b>Coût des fonds propres comprenant la prime pour petite/moyenne capitalisation</b>
Taux sans risque	3.2%	Moyenne des obligations d'État néerlandaises à 10 ans sur les 10 dernières années
Prime de crédit	2.0%	Calculée en fonction des coûts de financement historiques et prévisionnels
Taux d'imposition	25.0%	Taux d'imposition aux Pays-Bas selon l'étude sur la fiscalité de KPMG
<b>Coût de l'endettement (après impôts)</b>	<b>3.9%</b>	<b>Coût de l'endettement après impôts selon le taux d'imposition aux Pays-Bas</b>
Dette/fonds propres	25.0%	Endettement financier selon le groupe de pairs
<b>WACC</b>	<b>12.2%</b>	<b>Coût moyen pondéré du capital après impôts</b>

Source : BARRA, FactSet, Damodaran, Ibbotson

## ANNEXE I – CALCUL DU COÛT MOYEN PONDÉRÉ DU CAPITAL (WACC) (SUITE)

## DIGITAL &amp; MARKETING SERVICES (SPREE7)

## CALCUL DU COÛT DES FONDS PROPRES

SOCIÉTÉ	BÊTA	PAYS	TAUX D'IMPOSITION	FACTEUR D'ENDETTEMENT	BÊTA APURÉ DE L'ENDETTEMENT
Conversant	1.13	États-Unis	40.0%	0.99	1.15
Criteo	2.54	France	33.3%	0.92	2.76
Millenial Media	1.36	États-Unis	40.0%	0.87	1.56
Marchex	1.07	États-Unis	40.0%	0.95	1.13
Hi-Media	1.18	France	33.3%	1.06	1.12
Goldbach Group	0.97	Suisse	21.0%	0.74	1.31
TradeDoubler	1.37	Suède	22.0%	0.73	1.88
ad pepper	0.97	Allemagne	29.6%	0.46	2.09
Tree.com	0.95	États-Unis	40.0%	0.83	1.15
QuinStreet	1.27	États-Unis	40.0%	1.00	1.27
Rubicon Project	2.18	États-Unis	40.0%	0.97	2.24
WPP	1.26	Royaume-Uni	21.0%	1.09	1.15
Omnicom	0.97	États-Unis	40.0%	1.08	0.90
Publicis	1.28	France	33.3%	0.98	1.31
IPG	1.08	États-Unis	40.0%	1.08	1.00
Havas	1.16	France	33.3%	1.07	1.08
<b>Médian</b>	<b>1.17</b>		<b>36.7%</b>	<b>0.98</b>	<b>1.21</b>

## CALCUL DU WACC

PARAMÈTRES	VALEUR	COMMENTAIRE
Taux sans risque	3.0%	Moyenne des obligations d'État allemandes à 10 ans sur les 10 dernières années
Prime de risque du marché	5.0%	Prime de risque pour l'Allemagne selon Damodaran
Bêta apuré de l'endettement	1.21	Basé sur les entreprises comparables
Bêta dépendant du financement	1.42	Bêta recalculé en tenant compte de la future structure du capital
Prime pour petite/moyenne capitalisation	3.8%	Prime pour petite/moyenne capitalisation pour prendre en compte leur risque accru
<b>Coût du capital</b>	<b>14.0%</b>	<b>Coût des fonds propres comprenant la prime pour petite/moyenne capitalisation</b>
Taux sans risque	3.0%	Moyenne des obligations d'État allemandes à 10 ans sur les 10 dernières années
Prime de crédit	2.0%	Calculée en fonction des coûts de financement historiques et prévisionnels
Taux d'imposition	29.6%	Taux d'imposition en Allemagne selon l'étude sur la fiscalité de KPMG
<b>Coût de l'endettement (après impôts)</b>	<b>3.5%</b>	<b>Coût de l'endettement après impôts selon le taux d'imposition en Allemagne</b>
Dette/fonds propres	25.0%	Endettement financier selon le groupe de pairs
<b>WACC</b>	<b>11.9%</b>	<b>Coût moyen pondéré du capital après impôts</b>

Source : BARRA, FactSet, Damodaran, Ibbotson

## ANNEXE I – CALCUL DU COÛT MOYEN PONDÉRÉ DU CAPITAL (WACC) (SUITE)

## DIGITAL &amp; MARKETING SERVICES (ZANOX)

## CALCUL DU COÛT DES FONDS PROPRES

SOCIÉTÉ	BÊTA	PAYS	TAUX D'IMPOSITION	FACTEUR D'ENDETTEMENT	BÊTA APURÉ DE L'ENDETTEMENT
Conversant	1.13	États-Unis	40.0%	0.99	1.15
Criteo	2.54	France	33.3%	0.92	2.76
Millennial Media	1.36	États-Unis	40.0%	0.87	1.56
Marchex	1.07	États-Unis	40.0%	0.95	1.13
Hi-Media	1.18	France	33.3%	1.06	1.12
Goldbach Group	0.97	Suisse	21.0%	0.74	1.31
TradeDoubler	1.37	Suède	22.0%	0.73	1.88
ad pepper	0.97	Allemagne	29.6%	0.46	2.09
Tree.com	0.95	États-Unis	40.0%	0.83	1.15
QuinStreet	1.27	États-Unis	40.0%	1.00	1.27
Rubicon Project	2.18	États-Unis	40.0%	0.97	2.24
WPP	1.26	Royaume-Uni	21.0%	1.09	1.15
Omnicom	0.97	États-Unis	40.0%	1.08	0.90
Publicis	1.28	France	33.3%	0.98	1.31
IPG	1.08	États-Unis	40.0%	1.08	1.00
Havas	1.16	France	33.3%	1.07	1.08
<b>Médian</b>	<b>1.17</b>		<b>36.7%</b>	<b>0.98</b>	<b>1.21</b>

## CALCUL DU WACC

PARAMÈTRES	VALEUR	COMMENTAIRE
Taux sans risque	3.2%	Moyenne des obligations d'État néerlandaises, françaises et allemandes à 10 ans sur les 10 dernières années
Prime de risque du marché	5.2%	Prime de risque du marché (combinée) pour l'Allemagne, la France et les Pays-Bas selon Damodaran
Bêta apuré de l'endettement	1.21	Basé sur les entreprises comparables
Bêta dépendant du financement	1.42	Bêta recalculé en tenant compte de la future structure du capital
Prime pour petite/moyenne capitalisation	3.8%	Prime pour petite/moyenne capitalisation pour prendre en compte leur risque accru
<b>Coût du capital</b>	<b>14.4%</b>	<b>Coût des fonds propres comprenant la prime pour petite/moyenne capitalisation</b>
Taux sans risque	3.2%	Moyenne des obligations d'État néerlandaises, françaises et allemandes à 10 ans sur les 10 dernières années
Prime de crédit	2.0%	Calculée en fonction des coûts de financement historiques et prévisionnels
Taux d'imposition	29.3%	Taux d'imposition combiné pour les Pays-Bas, la France et l'Allemagne selon l'étude de KPMG sur la fiscalité
<b>Coût de l'endettement (après impôts)</b>	<b>3.7%</b>	<b>Coût de l'endettement après impôts selon le taux d'imposition néerlandais, français et allemand</b>
Dettes/ fonds propres	25.0%	Endettement financier selon le groupe de pairs
<b>WACC</b>	<b>12.3%</b>	<b>Coût moyen pondéré du capital après impôts</b>

Source : BARRA, FactSet, Damodaran, Ibbotson

## ANNEXE II - ENTREPRISES COTÉES COMPARABLES

SEARCH & FIND		COURS DE L'ACTION		VE EN MULTIPLE DE							MARGES				
		% DE 52 SEM.		CA			EBITDA		TCAC CA		EBITDA				
		20 JUIN 2014	ÉLEVÉ	BAS	VE (MIO. CHF)	2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E	
Solocal	Part moyenne d'annuaires en ligne	0.75	71%	140%	1,058	2,48x	2,61x	2,64x	6,5x	7,0x	7,1x	63%	(3,2%)	37,1%	
Eniro	Part élevée d'annuaires en ligne	47.42	71%	275%	632	2,21x	2,43x	2,46x	9,5x	8,2x	8,4x	80%	(5,2%)	29,6%	
Yellow Media	Part faible d'annuaires en ligne	19.14	75%	193%	445	1,22x	1,36x	1,46x	3,0x	3,6x	4,1x	45%	(8,7%)	38,0%	
					<b>Médiane</b>	<b>2,21x</b>	<b>2,43x</b>	<b>2,46x</b>	<b>6,5x</b>	<b>7,0x</b>	<b>7,1x</b>	<b>63,0%</b>	<b>(5,2%)</b>	<b>37,1%</b>	
					<b>Moyenne</b>	<b>1,97x</b>	<b>2,13x</b>	<b>2,19x</b>	<b>6,4x</b>	<b>6,3x</b>	<b>6,5x</b>	<b>62,7%</b>	<b>(5,7%)</b>	<b>34,9%</b>	
DIGITAL & MARKETING SERVICES		COURS DE L'ACTION		VE EN MULTIPLE DE							MARGES				
SEGMENT		% DE 52 SEM.		CA			EBITDA		TCAC CA		EBITDA				
SEGMENT		20 JUIN 2014	ÉLEVÉ	BAS	VE (MIO. CHF)	2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E	PART EN LIGNE	2013E	2014E	2015E
Conversant	Valueclick	24.73	86%	133%	1,486	2,84x	2,63x	2,44x	7,9x	7,7x	6,9x	n.d.	7,9%	34,4%	35,1%
Critico	Réseau publicitaire	34.09	56%	135%	1,764	3,91x	4,59x	3,48x	n.m.	25,2x	13,9x	n.d.	6,1%	18,2%	25,0%
Millennial Media	Réseau publicitaire	4.3	41%	148%	413	1,40x	1,09x	0,94x	n.m.	n.m.	24,6x	n.d.	22,2%	n.m.	3,8%
Marchex	Réseau publicitaire	11.47	89%	212%	398	2,66x	2,19x	1,98x	n.m.	27,7x	22,6x	n.d.	15,9%	7,9%	8,7%
Hi-Media	Réseau publicitaire	2.73	96%	166%	149	0,72x	0,70x	0,67x	15,9x	11,9x	9,9x	n.d.	3,5%	5,9%	6,7%
Goldbach Group	Réseau publicitaire	19.75	95%	111%	116	0,17x	0,17x	0,17x	2,5x	2,5x	2,4x	n.d.	1,1%	6,7%	7,0%
TradeDoubler	Réseau publicitaire	12.65	53%	105%	70	0,17x	0,19x	0,19x	6,4x	5,0x	4,4x	n.d.	(4,3%)	3,8%	4,3%
ad pepper	Réseau publicitaire	0.9	63%	116%	23	0,09x	0,09x	0,09x	n.m.	n.m.	17,1x	n.d.	3,1%	n.m.	0,5%
Treecomm	Génération de lead	27.46	78%	168%	279	1,59x	1,36x	1,26x	n.m.	10,6x	8,3x	n.d.	12,2%	12,8%	15,2%
QunStreet(4)	Génération de lead	5.81	60%	114%	228	0,86x	0,90x	0,88x	8,7x	10,4x	8,9x	n.d.	(0,6%)	8,6%	9,8%
Rubicon Project	Plateforme côté vendeur	13.43	58%	120%	432	5,50x	4,07x	3,10x	n.m.	n.m.	n.m.	n.d.	33,3%	n.m.	n.m.
WPP(5)	Agence pub/agence avec trading desk	12.8	92%	122%	25,600	1,70x	1,69x	1,60x	11,2x	9,9x	9,3x	n.d.	3,1%	17,1%	17,3%
Omnicom	Agence pub/agence avec trading desk	71.6	93%	120%	16,592	1,44x	1,37x	1,31x	9,9x	9,3x	8,8x	n.d.	4,6%	14,9%	15,0%
Publicis	Agence pub/agence avec trading desk	62.22	88%	119%	15,646	1,79x	1,71x	1,63x	9,6x	9,3x	8,7x	n.d.	4,8%	18,4%	18,7%
IPG	Agence pub/agence avec trading desk	19.66	99%	141%	7,468	1,33x	1,27x	1,21x	11,7x	9,9x	8,7x	n.d.	4,7%	12,9%	13,9%
Havas	Agence pub/agence avec trading desk	6.18	97%	136%	3,077	1,57x	1,56x	1,50x	10,4x	9,5x	9,0x	n.d.	2,4%	16,3%	16,7%
					<b>Médiane</b>	<b>1,50x</b>	<b>1,37x</b>	<b>1,29x</b>	<b>9,8x</b>	<b>9,9x</b>	<b>8,9x</b>	<b>n.d.</b>	<b>4,6%</b>	<b>12,9%</b>	<b>13,9%</b>
					<b>Moyenne</b>	<b>1,73x</b>	<b>1,60x</b>	<b>1,40x</b>	<b>9,4x</b>	<b>11,4x</b>	<b>10,9x</b>	<b>n.d.</b>	<b>7,5%</b>	<b>13,7%</b>	<b>13,2%</b>

Source : Informations de la Société, Factset

(1) Part du numérique sur le revenu publicitaire total en 2013 (réel)

(2) Part du revenu Internet sur le CA total en 2013 (réel)

(3) Part du revenu numérique en 2013 (réel)

(4) EBITDA et EBIT réels 2013 hors pertes de valeur de la survaleur (goodwill)

(5) EBITDA et EBIT réels 2013 hors pertes de valeur de la survaleur (goodwill)

## ANNEXE II – ENTREPRISES COTÉES COMPARABLES (SUITE)

## ANALYSE DES ENTREPRISES COMPARABLES

ÉDITION	SEGMENT	COURS DE L'ACTION			VE (MIO. CHF)	VE (MIO. CHF)	VE EN MULTIPLE DE						TCAC		MARGES		
		20 JUIN 2014	% DE 52 SEM.				CA		EBITDA		PART EN LIGNE	CA	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E
			ÉLEVÉ	BAS			2013A	2014E	2015E	2013A							
Wolters Kluwer	Publications professionnelles	22.23	100%	144%	7,989	10,375	2.39x	2.38x	2.33x	9.1x	9.6x	9.2x	n.d.	1.3%	24.8%	25.2%	
Vocento	Publications professionnelles	2.09	73%	265%	308	562	0.87x	0.91x	0.90x	15.7x	11.0x	9.2x	n.d.	(1.6%)	8.3%	9.8%	
Alma Media	Publications professionnelles	2.75	80%	110%	253	343	0.94x	0.96x	0.95x	6.2x	7.4x	6.9x	n.d.	(0.3%)	12.9%	13.6%	
Roularta <sup>(1)</sup>	Publications professionnelles	13.2	92%	128%	201	341	0.41x	0.42x	0.42x	7.9x	6.5x	6.2x	n.d.	(0.8%)	6.5%	6.8%	
Spr. Communications <sup>(2)</sup>	Publications professionnelles	14.64	77%	194%	109	140	0.22x	0.24x	0.24x	8.9x	11.1x	6.1x	n.d.	(2.9%)	2.1%	3.9%	
Axel Springer <sup>(3)</sup>	Édition grand public	45.14	88%	146%	5,436	6,777	1.99x	1.88x	1.83x	12.3x	10.8x	10.1x	n.d.	4.4%	17.5%	18.1%	
Schibsted <sup>(4)</sup>	Édition grand public	340.6	81%	138%	5,338	5,798	2.61x	2.60x	2.47x	26.2x	18.9x	15.1x	n.d.	2.7%	13.7%	16.4%	
Tamedia	Édition grand public	118	100%	119%	1,250	1,461	1.37x	1.30x	1.28x	7.4x	6.8x	6.4x	n.d.	3.5%	19.1%	19.8%	
Sanoma <sup>(5)</sup>	Édition grand public	5.36	74%	120%	1,062	2,416	0.89x	1.02x	1.08x	5.0x	5.0x	5.1x	n.d.	(9.0%)	20.4%	21.1%	
RCS Media Group	Édition grand public	1.35	64%	125%	858	1,427	0.89x	0.86x	0.84x	n.m.	18.0x	8.2x	n.d.	2.9%	4.8%	10.2%	
Gruppo Editoriale L'Espresso	Édition grand public	1.49	71%	196%	715	861	0.99x	1.04x	1.02x	11.1x	8.1x	6.9x	n.d.	(1.3%)	12.9%	14.8%	
Prisa <sup>(6)</sup>	Édition grand public	0.36	68%	213%	547	4,181	1.28x	1.23x	1.18x	14.7x	9.9x	8.0x	n.d.	4.3%	12.4%	14.8%	
Telegraaf Media Groep <sup>(7)</sup>	Édition grand public	6.8	64%	109%	384	382	0.58x	0.57x	0.58x	5.4x	4.8x	4.6x	n.d.	0.4%	11.8%	12.4%	
Mondadori <sup>(8)</sup>	Édition grand public	1.05	64%	129%	316	927	0.60x	0.61x	0.61x	15.5x	10.1x	7.8x	n.d.	(1.0%)	6.0%	7.8%	
					<b>Médian</b>		<b>0.92x</b>	<b>0.99x</b>	<b>0.98x</b>	<b>9.1x</b>	<b>9.8x</b>	<b>7.4x</b>	<b>n.d.</b>	<b>0.0%</b>	<b>12.6%</b>	<b>14.2%</b>	
					<b>Moyen</b>		<b>1.15x</b>	<b>1.14x</b>	<b>1.12x</b>	<b>11.2x</b>	<b>9.9x</b>	<b>7.8x</b>	<b>n.d.</b>	<b>0.2%</b>	<b>12.4%</b>	<b>13.9%</b>	

Source : informations de la Société Finatol

(1) EBITDA et EBIT réels 2013 hors frais de restructuration et pertes de valeur

(2) Chiffres réels 2013 pour les activités poursuivies

(3) EBITDA et EBIT réels 2013 hors pertes de valeur exceptionnelles

(4) EBITDA et EBIT réels 2013 hors produits et pertes provenant de la vente de filiales, joint venture et sociétés affiliées ainsi que pertes de valeur

(5) EBITDA et EBIT réels 2013 hors pertes de valeur de la survaleur (goodwill)

(6) EBITDA et EBIT réels 2013 hors pertes de valeur de la survaleur (goodwill)

(7) EBITDA et EBIT réels 2013 hors charges de restructuration du personnel

(8) EBITDA et EBIT réels 2013 hors éléments exceptionnels

## ANNEXE III - TRANSACTIONS COMPARABLES (SEARCH &amp; FIND)

ANNONCE	CIBLE	PAYS	ACHETEUR	VE (MIO. CHF)	% ACQUIS	MULTIPLE (12 DERNIERS MOIS)		
						VE/CA	VE/EBITDA	MARGE EBITDA
Août -12	SuperMedia	États-Unis	Dex One	1 677	100,0%	1.17x	3.0x <sup>(3)</sup>	38,3% <sup>(8)</sup>
Août -12	meinstadt.de	Allemagne	Axel Springer Digital Classifieds	60	100,0%	2.00x	9.0x <sup>(4)</sup>	22,2%
Mai 12	LeGuide.com	France	Lagardere Active SAS	113	100,0%	3.33x	9.2x	36,2%
Avr. -12	YP Holdings	États-Unis	Cerberus Capital Management	1 647	53,0%	0.54x	1.7x <sup>(5)</sup>	31,2% <sup>(6)</sup>
Déc. 11	Wer Liefert Was	Allemagne	Paragon Partners	68	100,0%	2.07x	8.3x	24,8%
Mars 10	Canpages	Canada	Yellow Media	235	100,0%	2.05x	n.d.	n.d.
Juill. 08	Ufindus	Royaume-Uni	BT Group	41	100,0%	1.42x	9.7x	14,6%
Mars 08	Truvo Nederland	Pays-Bas	European Directories	454 <sup>(1)</sup>	100,0%	3.49x	n.m.	6,7%
Fév. 08	Interinfo Baltic	Estonie/Lituanie	BaltCap	44	100,0%	1.74x	n.d.	n.d.
Fév. 08	clickTel	Allemagne	Telegate	52	78,6%	1.53x	n.m.	(8,6%)
Nov. 07	Infote	Grèce	Rhone Capital / Zarkona	498	100,0%	n.d.	13.0x <sup>(6)</sup>	n.d.
Août 07	Wer Liefert Was	Allemagne	Seat Pagine Gialle	188	100,0%	3.15x	19.0x	16,6%
Juill. 07	Business.com	États-Unis	RH Donnelley	417 <sup>(2)</sup>	100,0%	n.d.	23.0x <sup>(7)</sup>	n.d.
Juin 07	Kraks Forlag	Danemark	Eniro	89	100,0%	1.94x	9.0x <sup>(8)</sup>	21,6% <sup>(8)</sup>
Mai 07	Hawaiian Telecom (publication d'annuaires)	États-Unis	Local Insight Media	528	100,0%	6.49x	10.7x	60,6%
Fév. 07	Aliant Directory Services	Canada	Yellow Pages Group	401	87,1%	5.83x	10.2x	56,9%
Déc. 06	Windstream Yellow Pages	États-Unis	Welsh, Carson, Anderson & Stowe	633	100,0%	3.45x	7.8x	44,3%
					<b>Min.</b>	<b>0.54x</b>	<b>1.7x</b>	<b>(8,6%)</b>
					<b>Moyen</b>	<b>2.68x</b>	<b>10.3x</b>	<b>28,1%</b>
					<b>Médian</b>	<b>2.05x</b>	<b>9.2x</b>	<b>24,8%</b>
					<b>Max.</b>	<b>6.49x</b>	<b>23.0x</b>	<b>60,6%</b>

Source : Informations de la Société, MergersMarket, Factset, CapitalIQ, Quidia, eBusinessMagazine, presse

Remarque : hors multiples VE/EBITDA supérieurs à 25.0x

(1) Hors offre différée de € 10 Mio.

(2) Y compris offre d'achat différée

(3) Hors charges de perte de valeur

(4) Estimation courtier

(5) Hors charges de perte de valeur

(6) Estimation presse

(7) Basé sur les chiffres prévisionnels de l'EBITDA 2007

(8) Basé sur l'EBITDA prévisionnelle 2008 y compris synergies

## ANNEXE III - TRANSACTIONS COMPARABLES (DMS)

## ANALYSE DE TRANSACTIONS ANTÉRIEURES – MARKETING AFFILIÉ

ANNONCE	CIBLE	PAYS	SEGMENT	ACHETEUR	VE (MIO. CHF)	MULTIPLE (12 DERNIERS MOIS)			
						% ACQUIS	VE/CA	VE/EBITDA	MARGE EBITDA
Mai 13	Branded3 Search	Royaume-Uni	Marketing affilié	St Ives	16	100.0%	2.61x	6.3x	41.5%
Janv. 13	MediaWhiz Holdings	États-Unis	Marketing affilié	Matomy Media Group	9	100.0%	0.13x	n.d.	n.d.
Oct. 12	Price Grabber, LowerMyBills, ClassesUSA	États-Unis	Marketing affilié	MBO	103 <sup>(1)</sup>	100.0%	0.39x	n.d.	n.d.
Août -12	Neverblue Media	Canada	Marketing affilié	GlobalWide Media	39	100.0%	0.50x	n.d.	n.d.
Nov. -11	Prime Visibility Media Group	États-Unis	Marketing affilié	Blinkx	33	100.0%	1.20x	n.d.	n.d.
Juill. 11	Adperio	États-Unis	Marketing affilié	Matomy	25	100.0%	0.60x	n.d.	n.d.
Avr. 11	smartFOCUS Group	Royaume-Uni	Marketing affilié	Emailvision	38	100.0%	1.82x	16.2x	11.3%
Juill. 10	Cobalt Group	États-Unis	Marketing affilié	Automatic Data Processing	423	100.0%	1.54x	n.d.	n.d.
						<b>Min.</b>	<b>0.13x</b>	<b>6.3x</b>	<b>11.3%</b>
						<b>Moyen</b>	<b>1.10x</b>	<b>11.2x</b>	<b>26.4%</b>
						<b>Médian</b>	<b>0.90x</b>	<b>11.2x</b>	<b>26.4%</b>
						<b>Max.</b>	<b>2.61x</b>	<b>16.2x</b>	<b>41.5%</b>

Source : informations de la Société, Mergemarket, Factsset, CapitalIQ, presse

(1) Y compris composante liée à la performance de CHF 28 Mio.

## ANNEX III – TRANSACTIONS COMPARABLES (DMS) (SUITE)

## ANALYSE DE TRANSACTIONS ANTÉRIEURES – PLATEFORME CÔTÉ VENDEUR

ANNONCE	CIBLE	PAYS	SEGMENT	ACHETEUR	VE (MIO. CHF)	% ACQUIS	MULTIPLE (12 DERNIERS MOIS)		
							VE/CA	VE/EBITDA	MARGE EBITDA
Juin 12	Adverline	France	Plateforme coté vendeur	Mediapost	59	100.0%	1.97x	8.5x	23.3%
Mai 12	LifeStreet	États-Unis	Plateforme coté vendeur	Nautic Partners	60	100.0%	1.62x <sup>(1)</sup>	n.d.	n.d.
Nov. 11	Interdiex	États-Unis	Plateforme coté vendeur	Yahoo!	192	100.0%	1.83x	22.1x	8.3%
Sept. 11	AdoTube	États-Unis	Plateforme coté vendeur	Exponential Interactive	17	100.0%	1.62x	n.d.	n.d.
Août 11	Dotomi	États-Unis	Plateforme coté vendeur	ValueClick	228	100.0%	3.69x <sup>(2)</sup>	n.d.	n.d.
Avr. 11	Burst Media Corporation	États-Unis	Plateforme coté vendeur	Blinkx	28	100.0%	0.80x	n.m.	n.m.
Janv. 10	Innovation Interactive	États-Unis	Plateforme coté vendeur	Dentsu Holdings USA	210	100.0%	2.90x <sup>(2)</sup>	n.d.	n.d.
Nov. 08	Digital Virgo	France	Plateforme coté vendeur	21 Centrale Partners	44	100.0%	0.25x	n.d.	n.d.
Janv. 08	Selling Source	États-Unis	Plateforme coté vendeur	Plainfield Asset Management	145	100.0%	1.04x	n.d.	n.d.

Min.	0.25x	8.5x	8.3%
Moyen	1.75x	15.3x	15.8%
Médian	1.62x	15.3x	15.8%
Max.	3.69x	22.1x	23.3%

Source : informations de la Société, Mergemarket, Factiva, CapitalIQ, presse

(1) Basé sur les CA réels 2010

(2) Basé sur le CA estimé par la presse

## ANNEX III – TRANSACTIONS COMPARABLES (DMS) (SUITE)

## ANALYSE DE TRANSACTIONS ANTÉRIEURES – PLATEFORME CÔTÉ ACHETEUR

ANNONCE	CIBLE	PAYS	SEGMENT	ACHETEUR	VE (MIO. CHF)	% ACQUIS	MULTIPLE (12 DERNIERS MOIS)		
							VE/CA	VE/EBITDA	MARGE EBITDA
Févr. 13	LBM Holdings	Royaume-Uni	Plateforme coté acheteur	SGS Netherlands Investment Corporation	41	100,0%	0,50x	5,2x	9,7%
Déc. 11	Media Square	Royaume-Uni	Plateforme coté acheteur	MBO (MSQ Partners)	74	100,0%	1,14x	17,5x	6,5%
Août 09	Razorfish	États-Unis	Plateforme coté acheteur	Publicis Groupe	572	100,0%	1,39x <sup>(1)</sup>	13,8x	10,1%
					<b>Min.</b>		<b>0,50x</b>	<b>5,2x</b>	<b>6,5%</b>
					<b>Moyen</b>		<b>1,01x</b>	<b>12,2x</b>	<b>8,8%</b>
					<b>Médian</b>		<b>1,14x</b>	<b>13,8x</b>	<b>9,7%</b>
					<b>Max.</b>		<b>1,39x</b>	<b>17,5x</b>	<b>10,1%</b>

Source : informations de la Société, Mergersmarket, Factiva, CapitalIQ, presse

(1) Basé sur le CA estimé par la presse

## ANNEX III – TRANSACTIONS COMPARABLES (DMS) (SUITE)

## ANALYSE DE TRANSACTIONS ANTÉRIEURES – AGENCES DE MARKETING NUMÉRIQUE

ANNONCE	CIBLE	PAYS	SEGMENT	ACHETEUR	VE (MIO. CHF)	MULTIPLE (12 DERNIERS MOIS)			
						% ACQUIS	VE/CA	VE/EBITDA	MARGE EBITDA
Mars 14	Realise Holdings	Royaume-Uni	Agence de marketing numérique	St Ives	59 <sup>(1)</sup>	100,0%	n.d.	14,8x	n.d.
Mai 13	Acquity Group	États-Unis	Agence de marketing numérique	Accenture Holdings	307	100,0%	2,24x	12,3x	18,2%
Mars 13	Amaze	Royaume-Uni	Agence de marketing numérique	St Ives	35 <sup>(2)</sup>	100,0%	1,32x	12,1x	10,9%
Mai 08	ILG Digital	Royaume-Uni	Agence de marketing numérique	ECI Partners	93	60,0% <sup>(3)</sup>	0,42x	12,5x	3,4%
						Min.	0,42x	12,1x	3,4%
						Moyen	1,33x	13,0x	10,8%
						Médian	1,32x	12,4x	10,9%
						Max.	2,24x	14,8x	18,2%

Source : informations de la Société, Mergemarket, Factset, CapitalIQ, presse

(1) Y compris composante liée à la performance de CHF 27 Mio.

(2) Y compris composante liée à la performance de CHF 14 Mio.

(3) Six membres de la direction de ILG Digital ont acquis les 40% restants

## ANNEXE III - TRANSACTIONS COMPARABLES (ÉDITION)

## ANALYSE DE TRANSACTION ANTÉRIEURES – ANNUAIRES

ANNONCE	CIBLE	PAYS	ACHETEUR	VE (MIO. CHF)	MULTIPLE (12 DERNIERS MOIS)			
					% ACQUIS	VE/CA	VE/EBITDA	MARGE EBITDA
Juill. 13	Axel Springer (branche journaux et magazines)	Allemagne	Funke Mediengruppe	1,137	100.0%	1.80x	9.7x	18.5%
Juin 13	Springer Science+Business Media	Allemagne	BC Partners	4,067 <sup>(1)</sup>	100.0%	3.36x	9.7x	34.8%
Janv. 12	WAZ Media Group	Allemagne	Famille Funke	1,208	50.0%/6 <sup>(2)</sup>	0.91x	10.0x <sup>(3)</sup>	n.d.
Mai 11	Edipresse	Suisse	Lamunère	594	13.0%	3.29x	n.m.	6.8%
Déc. 09	Springer Science+Business Media	Allemagne	EQI; GIC Special Investments	3,387	100.0%	2.65x	8.1x <sup>(4)</sup>	32.5%
Janv. 09	BV Deutsche Zeitungsholding	Allemagne	Mediengruppe M. DuMont Schauberg	226	100.0%	1.56x	18.5x	8.4%
Déc. 07	Sueddeutscher Verlag	Allemagne	Suedwestdeutsche Medienholding	1,457	62.5%	1.21x	8.3x	14.5%
Mai 07	Espace Media	Suisse	Tamedia	354	80.0%	1.42x	8.7x	16.2%
Mars 07	BV Deutsche Zeitungsholding	Allemagne	Mecom Group	518	75.0%	2.27x	16.0x <sup>(5)</sup>	14.2%
Déc. 06	Jean Frey AG	Suisse	Axel Springer	158	99.5%	2.26x	n.m.	n.d.
Janv. 05	20 minutes	Suisse	Tamedia	169	50.5%	2.65x	8.9x	29.6%
					Min.	0.91x	8.2x	6.8%
					Moyen	2.12x	10.9x	19.5%
					Médian	2.26x	9.7x	16.2%
					Max.	3.36x	18.5x	34.8%

Source : informations de la Société, Capital IQ, Mergermarket, FactSet, Debmire, Omnia, eBundesanzeiger, Factiva

Remarque : hors multiples VE/EBITDA supérieurs à 25.0x

(1) Y compris une composante liée à la performance

(2) La famille Funke détenait déjà 16.7% de la société avant l'acquisition

(3) Multiple VE/EBIT

(4) Basé sur un EBITDA ajusté

(5) Basé sur un EBITDA ajusté