

Didier KLING
28, avenue Hoche
75008 PARIS

Maurice NUSSENBAUM
11, rue LEROUX
75016 PARIS

FUSION-ABSORPTION
DE LA SOCIETE FINANCIERE DE PARTICIPATION INDUSTRIELLE SA
PAR LA SOCIETE EDITION MULTI MEDIA ELECTRONIQUES SA

Rapport des commissaires à la fusion
sur la rémunération des apports

Rapport des commissaires à la fusion sur la rémunération des apports

Mesdames, Messieurs les actionnaires,

En exécution de la mission qui nous a été confiée par Ordonnance de Monsieur le Président du Tribunal de Commerce de Paris en date du 22 avril 2015 concernant la fusion par voie d'absorption de la Société Financière de Participation Industrielle SA (ci-après SFPI) par la société Edition Multi Media Electroniques SA (ci-après EMME), nous avons établi le présent rapport sur la rémunération des apports prévus par l'article L 236-10-I du Code de commerce, étant précisé que notre appréciation sur la valeur des apports fait l'objet d'un rapport distinct.

La rémunération des apports résulte du rapport d'échange qui a été arrêté dans le projet de traité de fusion signé par les représentants des sociétés concernées en date du 26 juin 2015. Il nous appartient d'exprimer un avis sur le caractère équitable du rapport d'échange. A cet effet, nous avons effectué nos diligences selon la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes applicable à cette mission. Cette doctrine professionnelle requiert la mise en œuvre de diligences destinées, d'une part, à vérifier que les valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés participant à l'opération sont pertinentes et, d'autre part, à analyser le positionnement du rapport d'échange par rapport aux valeurs relatives jugées pertinentes.

Notre mission prenant fin avec le dépôt du rapport, il ne nous appartient pas de mettre à jour le présent rapport pour tenir compte des faits et circonstances postérieurs à sa date de signature.

Nos constatations et conclusions sont présentées ci-après selon le plan suivant :

1. Présentation de l'opération
2. Vérification de la pertinence des valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés participant à l'opération
3. Appréciation du caractère équitable du rapport d'échange proposé
4. Conclusion

I. PRESENTATION DE L'OPERATION

1. Contexte de l'opération

La réalisation de la fusion permettrait à SFPI (société absorbée) d'être admise à la négociation sur le marché réglementé Euronext Paris. Cette opération se traduira par une « réorientation » de l'activité de EMME (société absorbante) qui aura, après la date de réalisation de la Fusion, pour objet social celui de SFPI.

La présente opération fait suite :

- à la conclusion par SFPI d'un accord, en date du 17 février 2015, avec Avanquest portant sur la cession des 2.455.131 actions de EMME qu'elle détenait (ci-après « le Bloc d'actions »), représentant 97,54% du capital et des droits de vote de EMME. Cette cession a été effective en date du 31 mars 2015 ;
- à la cession par EMME, concomitamment à l'acquisition du Bloc d'actions par SFPI, de l'ensemble de ses actifs opérationnels à une filiale à 100% d'Avanquest. A partir de cette date, EMME est devenue un véhicule coté dépourvu d'actifs et d'activités opérationnels.

Parallèlement à la présente opération de fusion, et dans la mesure où plus de 30% du capital et des droits de vote de EMME est détenu par SPFI, celle-ci a déposé, en date du 23 juin 2015, une offre publique d'achat simplifiée portant sur les actions représentant le flottant de EMME soit 61.859 actions.

2. Présentation des sociétés concernées et liens entre elles

2.1 Edition Multi Media Electroniques SA, société absorbante

La société Edition Multi Media Electroniques SA, désignée par les termes EMME, est une société anonyme à conseil d'administration de droit français au capital de 2.516.990 euros divisé en 2.516.990 actions, d'une valeur nominale de 1 euro chacune, de même catégorie, entièrement libérées.

Préalablement à l'opération de fusion, EMME procédera à la réduction de son capital social par voie de réduction de la valeur nominale qui passera de 1 euro à 0,90 euro. Le capital social de EMME s'élèvera ainsi, et sous réserve d'approbation par

l'assemblée des actionnaires, à 2.265.291 euros divisé en 2.516.990 actions d'une valeur nominale de 0,90€.

EMME est cotée sur le marché Euronext – Paris sous le code ISIN FR0004155000.

Son siège social est situé 20 rue de l'Arc de Triomphe, 75008 à Paris. Elle est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 393 588 595.

Jusqu'au 31 mars 2015, EMME était une société spécialisée dans l'édition et la distribution de logiciels de contenus multimédias interactifs sous forme de CD-Rom et de DVD-Rom. Jusqu'à cette date, l'activité de EMME se limitait quasi-exclusivement à la commercialisation au Royaume-Uni d'œuvres multimédias, et plus particulièrement, de cartouches de jeux vidéo.

A la suite de la cession, au 31 mars 2015, de l'ensemble de ses actifs opérationnels EMME est devenue une coquille vide.

La date de clôture de l'exercice social de EMME était précédemment fixée au 30 juin de chaque année. Par décision des actionnaires en date du 31 mars 2015, la date de clôture a été fixée au 31 décembre. Ainsi, à titre exceptionnel, l'exercice social en cours aura une durée de dix-huit mois soit du 1^{er} juillet 2014 au 31 décembre 2015.

EMME n'a émis ni emprunts obligataires, ni valeurs mobilières donnant accès immédiatement ou à terme à des titres représentatifs de son capital social.

2.2 Société Financière de Participation Industrielle SA, société absorbée

La Société Financière de Participation Industrielle SA, désignée par les termes SFPI, est une société anonyme à conseil d'administration de droit français au capital de 24.986.535 euros divisé en 1.665.769 actions, d'une valeur nominale de 15 euros chacune, de même catégorie, entièrement libérées et non amorties. Ses actions ne sont pas admises aux négociations sur un marché réglementé.

Son siège social est situé 20 rue de l'Arc de Triomphe, 75008 à Paris. Elle est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 349 385 930.

SFPI est la société holding d'un groupe industriel dont l'objet principal est la conception, la fabrication et la commercialisation de biens d'équipements pour le

bâtiment et l'industrie et plus particulièrement elle est spécialisée dans les systèmes de sécurité, d'ouvertures et de fermetures pour le bâtiment.

SFPI n'a émis ni emprunts obligataires, ni valeurs mobilières donnant accès immédiatement ou à terme à des titres représentatifs de son capital social.

SFPI clôture son exercice social le 31 décembre de chaque année.

2.3 Lien entre les sociétés concernées

2.3.1. Lien en capital

A la date de signature du projet de traité de fusion, SFPI détient 2.455.131 actions de EMME, soit 97.54% du capital social et des droits de vote de la société absorbante suite à la signature d'un contrat d'acquisition d'actions en date du 17 février 2015 entre Avanquest SA (Cédant) et SFPI (Cessionnaire).

2.3.2. Dirigeants et administrateurs communs

EMME et SFPI ont pour administrateurs et/ou dirigeants communs :

	SFPI	EMME
Monsieur Henri MOREL	Président Directeur Général	Président Directeur Général
Monsieur Jean-Bertrand PROT	Administrateur - Directeur Général délégué	Administrateur - Directeur Général délégué
Monsieur Hervé HOUDART	Administrateur	Administrateur

3. Description de l'opération

3.1 Caractéristiques essentielles de l'apport

Les modalités de réalisation de l'opération, qui sont mentionnées de façon détaillée dans le projet de traité de fusion du 26 juin 2015, peuvent se résumer comme suit :

Date d'effet

La société absorbante sera propriétaire des biens et droits apportés par la société absorbée à compter du jour de la réalisation définitive de la fusion, soit la date d'approbation de la fusion par l'assemblée générale des actionnaires de SFPI et de EMME.

La fusion aura, au plan comptable et fiscal, un effet rétroactif au 1^{er} janvier 2015.

En conséquence, le montant de l'actif net apporté par la société SFPI a été déterminé à partir de ses actifs et passifs tels qu'ils sont identifiés dans les comptes sociaux au 31 décembre 2014, étant précisé que la société absorbée transfèrera à la société absorbante l'intégralité de ses actifs et passifs dans l'état où ils se trouveront à la date de réalisation définitive de la fusion objet du présent rapport.

Régime fiscal applicable à l'opération

L'opération de fusion sera placée sous le régime de faveur des fusions et bénéficiera des dispositions de l'article 210 A du Code général des impôts en matière d'impôt sur les sociétés et de l'article 816 du même Code en matière de droits d'enregistrement.

Conditions suspensives

La présente fusion sera définitivement réalisée sous réserve de la réalisation cumulative des conditions suspensives suivantes :

- enregistrement du document E par l'AMF ;
- approbation par l'assemblée générale des actionnaires d'EMME de la réduction préalable du capital social par réduction de la valeur nominale de 1 € à 0,9 € ;

- approbation par l'assemblée générale des actionnaires de SFPI de la fusion-absorption de cette société par EMME dans les conditions prévues par le projet de traité de fusion ;
- approbation par l'assemblée générale des actionnaires de EMME de l'absorption de SFPI, et de l'augmentation de capital corrélative.

Si l'ensemble de ces conditions n'étaient pas réalisées le 30 octobre 2015 au plus tard, et sauf prorogation d'un commun accord entre les parties, le projet de fusion serait considéré comme nul et non avenue, sans qu'il y ait lieu à paiement d'aucune indemnité de la part des parties.

3.2 Description et évaluation des apports

Les parties ont retenu la date du 31 décembre 2014, date de clôture de l'exercice social de SFPI, comme date de référence pour établir les conditions de l'opération.

S'agissant d'une opération de fusion entre sociétés sous contrôle commun, et conformément au règlement de l'ANC n° 2014-03, titre VII relatif à la « Comptabilisation et évaluation des opérations de fusions et opérations assimilées », les éléments d'actif transmis et de passif pris en charge ont été repris dans le projet de fusion pour leur valeur nette comptable telle qu'elle figure dans les comptes de SFPI arrêtés au 31 décembre 2014, qui ont fait l'objet d'une certification pure et simple par les commissaires aux comptes.

Sur cette base, la valeur de l'actif net apporté par la société SFPI de 81.7321.133 euros se détaille comme suit :

En euros	
Actif apporté	106 438 992
Passif pris en charge	(22 707 936)
Dividendes versés pendant la période intercalaire	(1 998 923)
Total	81 732 133

L'assemblée générale ordinaire annuelle de la société SFPI qui s'est tenue en date du 23 juin 2015, avant la date de réalisation de la présente fusion, a décidé de la distribution d'un dividende de 1,20 euro par action, soit un montant total de 1.998.923 euros.

3.3 Rémunération des apports

La rémunération des apports de la société SFPI a été déterminée conventionnellement par les parties sur la base des valeurs réelles de SFPI et de EMME déterminées selon une approche multicritère.

Le rapport d'échange a été arrêté par les parties à 105 actions de EMME pour 2 actions de SFPI (dividende 2014 détaché).

Ainsi, compte tenu de l'actif net apporté par la Société SFPI et sous réserve de la décision par l'assemblée générale des actionnaires de EMME de réduire le capital social par la réduction de la valeur nominale de l'action EMME de 1€ à 0,9€, et conformément au rapport d'échange (cf § II-1), la société EMME émettra 87.452.872 actions nouvelles pour un montant nominal de 78.707.585 euros au profit des actionnaires de la société SFPI.

SFPI détient 2.455.131 actions du capital de EMME. En cas de réalisation de l'opération de fusion, EMME recevra ses propres actions.

Toutefois, de convention expresse, EMME renonce à l'annulation de ses actions propres pour les conserver dans la mesure où elles ne représenteront que 2,73% de son capital.

La différence entre :

- d'une part, la valeur de l'actif net apporté par SFPI, soit 81.732.133 euros ;
- et, d'autre part, la valeur nominale des actions créées à titre d'augmentation de capital par EMME, soit 78.707.585 euros ;

constituera une prime de fusion d'un montant de 3.024.548 euro sur laquelle porteront les droits des actionnaires de EMME anciens et nouveaux.

De convention expresse, il est précisé qu'il sera proposé aux actionnaires de EMME d'autoriser son conseil d'administration :

- de procéder à l'imputation sur la prime de fusion de tous frais, droits et honoraires résultant de la fusion ;
- de prélever sur ladite prime les sommes nécessaires à la dotation de la réserve légale ;
- d'imputer sur ladite prime tout passif omis ou non révélé lié aux biens transférés.

II. VERIFICATION DE LA PERTINENCE DES VALEURS RELATIVES ATTRIBUEES AUX ACTIONS DES SOCIETES PARTICIPANT A L'OPERATION

1. Méthodes d'évaluation et valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés parties au projet de traité de fusion

Pour les besoins de la détermination de la rémunération de la fusion, il a été procédé à une évaluation de SFPI et de EMMÉ selon une approche multicritère.

1.1 Evaluation de SFPI

SFPI a mandaté Aforge Degroof Finance pour établir l'évaluation de SFPI, étant précisé que EMMÉ a pris connaissance de ces travaux d'évaluation.

SFPI a été évaluée par la méthode de la somme des parties, consistant à appliquer plusieurs méthodes de valorisation aux deux principaux pôles d'activité du groupe, à savoir :

- le pôle « Bâtiment » composé de Dom Security (anciennement Sécuridev), Mac et Eryma ;
- le pôle « Industrie » composé de MMD et Neu.

Pour les besoins de l'évaluation, il a été retenu les éléments suivants :

- Les plans d'affaires 2015-2018 des deux pôles d'activité, déclinés au niveau des cinq sous-pôles (Dom Security, Mac, Eryma, MMD et Neu), fournis par la direction générale de SFPI.
- Les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres calculés, à la date du 31 décembre 2014, en faisant la somme de la trésorerie financière nette consolidée, de la valeur des participations dans les entreprises associées, de la valeur des intérêts minoritaires, du montant des provisions pour retraites après impôt normatif ainsi que de la valeur des actifs immobiliers détenus par l'intermédiaire de SCI.

Les méthodes de valorisation retenues ont été :

- la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs (DCF) ;
- la méthode des multiples de comparables boursiers ;

- la méthode des multiples de transactions comparables.

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

Les principales hypothèses retenues au titre de cette méthode, sont :

- pour le pôle Bâtiment : une croissance annuelle moyenne de 2,8% sur la durée du plan d'affaires, un taux de marge d'EBITDA normatif de 11,2% et des investissements annuels compris entre 11 et 13 millions d'euros ;
- pour le pôle Industrie : une croissance annuelle moyenne de 3,1% sur la durée du plan d'affaires un taux de marge d'EBITDA normatif de 10,1% et des investissements annuels de 2,5 millions d'euros ;
- un coût moyen pondéré du capital de 10,6% pour le pôle Bâtiment et de 9,2% pour le pôle Industrie ;
- un taux de croissance à l'infini de 1,5% ;
- un taux d'impôt normatif de 32,3% pour le pôle Bâtiment et de 35,0% pour le pôle Industrie.

Cette méthode aboutit à une valeur par action de SFPI comprise entre 170,3 euros et 194,4 euros.

Soit une parité comprise entre 53,2 et 60,7 sur la base d'une valeur par action de EMME de 3,2 euros (cf § II- 1.2 infra).

1.1.2. Méthode des multiples de comparables boursiers

Des échantillons distincts ont été retenus pour chacun des pôles extériorisant des multiples de la valeur d'entreprise rapportée au résultat opérationnel (EBIT) :

- pour le pôle Bâtiment : 12,2 pour l'année 2015 et 11,1 pour l'année 2016 ;
- pour le pôle Industrie : 10,7 pour l'année 2015 et 9,7 pour l'année 2016.

Cette méthode aboutit à une valeur par action de SFPI comprise entre 178,7 euros et 193,2 euros.

Soit une parité comprise entre 55,8 et 60,4 sur la base d'une valeur par action de EMME de 3,2 euros (cf § II- 1.2 infra).

1.1.3. Méthode des multiples de transactions comparables

Des échantillons distincts ont été retenus pour chacun des pôles extériorisant des multiples « spot » de la valeur d'entreprise rapportée à l'EBITDA et à l'EBIT :

- pour le pôle Bâtiment : 7,7x l'EBITDA et 11,6x l'EBIT ;
- pour le pôle Industrie : 10,1x l'EBITDA et 13,1x l'EBIT.

Cette méthode aboutit à une valeur par action de SFPI comprise entre 149,0 euros et 179,1 euros.

Soit une parité comprise entre 46,6 et 56,0 sur la base d'une valeur par action de EMME de 3,2 euros (cf § II- 1.2 infra).

1.1.4. Synthèse

Il ressort des méthodes d'évaluation retenues une valeur de l'action SFPI comprise entre 149,0 euros et 194,4 euros.

Sur cette base, la valeur de SFPI a été arrêtée conventionnellement par les parties à 168,09 € par action après déduction du dividende dû au titre de l'exercice 2014 de 1,2 euros par action.

1.2 Evaluation de EMME

La valeur par action EMME a été arrêtée par référence :

- au prix unitaire d'acquisition par SFPI des 2.455.131 actions EMME détenues par Avanquest (soit 97,54% du capital et des droits de vote), en date du 31 mars 2015 ;
- au prix de l'offre publique d'achat simplifiée lancée par SFPI sur les actions EMME.

La valeur par action EMME ressort ainsi à 3,20€.

1.3 Synthèse des approches mises en œuvre par les parties

Le tableau suivant synthétise le rapport d'échange résultant des approches mises en œuvre par les parties :

	Valeur par action SFPI	Rapport d'échange induit (1)
Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs (DCF)		
Bas de fourchette	170,3 €	53,2
Milieu de fourchette	182,3 €	57,0
Haut de fourchette	194,4 €	60,7
Méthode des comparables boursiers		
Bas de fourchette	178,7 €	55,8
Milieu de fourchette	186,0 €	58,1
Haut de fourchette	193,2 €	60,4
Méthode des transactions comparables		
Bas de fourchette	149,0 €	46,6
Milieu de fourchette	164,0 €	51,3
Haut de fourchette	179,1 €	56,0

(1) Nombre d'actions Emme pour 1 action SFPI

En conséquence, les approches mises en œuvre par les parties conduisent à un rapport d'échange compris entre 1 action SFPI pour 46,6 actions EMME et 1 action SFPI pour 60,7 actions EMME.

Dans ce contexte, il a été décidé d'arrêter le rapport d'échange à 1 action SFPI pour 52,5 actions EMME, soit 2 actions SFPI pour 105 actions EMME.

2. Diligences mises en œuvre par les commissaires à la fusion

Notre mission a pour objet d'éclairer les actionnaires de EMME et de SFPI sur les valeurs relatives retenues afin de déterminer le rapport d'échange et d'apprécier le caractère équitable de ce dernier.

Elle ne saurait être assimilée à une mission de *due diligence* effectuée pour un prêteur ou un acquéreur et ne comporte pas tous les travaux nécessaires à ce type d'intervention. Notre rapport ne peut donc être utilisé dans ce contexte.

Nous avons effectué les diligences que nous avons estimé nécessaires au regard de la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes applicable à cette mission.

Nous avons en particulier effectué les travaux suivants :

- Nous avons pris connaissance de l'opération de fusion envisagée et avons tenu des réunions avec les représentants des sociétés en présence, tant pour comprendre le contexte dans lequel cette fusion se situe, que pour analyser les modalités comptables, juridiques et fiscales envisagées.
- Nous avons examiné le projet de fusion du 26 juin 2015 et ses annexes.
- Nous avons analysé la documentation juridique relative aux sociétés participant à la présente fusion.
- Nous avons pris connaissance des comptes annuels et des comptes consolidés de l'exercice clos au 31 décembre 2014 de SFPI, qui ont été certifiés sans réserve ni observation par les commissaires aux comptes.
- Nous avons pris connaissance de la situation de EMME arrêtée par la direction au 31 mars 2015, faisant état de sa situation de coquille vide, attestée par les commissaires aux comptes.
- Nous avons analysé les données prévisionnelles disponibles (business plan, données budgétaires).
- Nous avons tenu différentes réunions de travail avec les responsables des sociétés en présence, en particulier sur le déroulement des affaires au début de l'année 2015, sur les modalités de réalisation des prévisions des plans d'affaires, sur la revue des risques de provisions pour risques et charges.
- Nous avons visité des sites de fabrication situés en France.
- Nous nous sommes entretenus avec les commissaires aux comptes de SFPI.

- Nous avons examiné les méthodes d'évaluation mises en œuvre dans le cadre de la fusion et nous sommes assurés qu'elles étaient adaptées aux sociétés en présence et au contexte de l'opération proposée.
- Nous avons mis en œuvre des évaluations complémentaires reposant notamment sur des hypothèses alternatives arrêtées par nos soins.
- Nous avons obtenu une lettre d'affirmation signée du Président Directeur Général de SFPI et de EMME nous confirmant les éléments significatifs utilisés dans le cadre de notre mission et notamment l'absence tout événement de nature à remettre en cause les évaluations réalisées.

3. Commentaires et observations des commissaires à la fusion sur les évaluations exposées dans le projet de traité de fusion

SFPI étant une société holding disposant d'une activité opérationnelle et EMME étant devenue une coquille vide suite à la cession de ses activités opérationnelles, la détermination du rapport d'échange ne peut pas être réalisée en retenant des méthodes identiques pour chaque partie.

Dans ce contexte, il nous paraît pertinent de retenir la démarche consistant à établir des valeurs relatives en comparant :

- i. la valeur des titres SFPI résultant de la mise en œuvre de méthodes de valorisation pertinentes pour cette société ;
- ii. et la valeur des titres EMME en référence à la transaction avec Avanquest et au prix d'offre de l'offre publique d'achat simplifiée lancée par SFPI.

Dans les paragraphes suivants, nous présentons donc successivement nos commentaires concernant les méthodes et références mises en œuvre pour SFPI (3.1) et EMME (3.2) et le rapport d'échange (3.3).

3.1 Commentaires et observations sur l'évaluation de SFPI

3.1.1. Critères d'évaluation écartés

a) Référence à l'actif net comptable

Cette approche consiste à estimer la valeur des titres d'une société à partir de la référence à son actif net comptable.

Or, les principaux éléments d'actifs de SFPI ne sont pas nécessairement inscrits à son bilan pour leur valeur de marché. Cela résulte notamment du fait que SFPI a développé en interne des actifs incorporels qui n'ont pas nécessairement été activés.

Dès lors, cette référence ne paraît pas pertinente pour évaluer SFPI.

b) Méthode de l'actif net réévalué

Cette méthode consiste à ajuster les capitaux propres de la mise en valeur de marché des actifs et passifs apparaissant au bilan.

Or, dans le cas d'espèce, la réévaluation des principaux éléments d'actifs serait redondante avec les autres approches mises en œuvre.

Dès lors, cette méthode n'a pas été retenue pour évaluer SFPI.

c) Méthode de l'actualisation des dividendes

Cette méthode consiste à actualiser les flux de dividendes attendus. Elle s'envisage, généralement, pour les sociétés matures qui mettent en œuvre une politique de dividende régulière et représentative de leur capacité de distribution.

En l'absence d'informations sur la politique de dividende future de SFPI, cette méthode ne peut pas être mise en œuvre.

3.1.2. Critères d'évaluation retenus

a) Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs

La méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs constitue une méthode pertinente d'évaluation de SFPI de manière à fixer les valeurs relatives, car elle permet d'apprécier son potentiel de croissance et de rentabilité future.

Le plan d'affaires préparé par SFPI reflète une certaine ambition résultant de la prise en compte de plans de développement spécifiques sur certaines branches d'activité, des effets positifs des mesures de restructuration engagées dans d'autres branches, et d'une manière générale du retour à une conjoncture plus favorable dans le secteur du bâtiment, qui souffre depuis plusieurs années d'un niveau d'activité particulièrement faible.

Nous avons procédé à notre propre évaluation par actualisation des flux de trésorerie afin de tenir compte :

- i. des réalisations récentes qui s'avèrent en deçà du budget sur certains sous-pôles ;
- ii. du caractère ambitieux des prévisions de certaines activités de SFPI ;
- iii. et enfin, de l'absence de prise en compte du coût récurrent des mesures d'adaptation de l'outil industriel dans un contexte de croissance faible nécessitant, a fortiori, une poursuite des gains de productivité.

Les modifications que nous avons apportées au plan d'affaires réalisé par SFPI nous conduisent à prendre en compte les hypothèses révisées suivantes pour le pôle Bâtiment :

- une croissance annuelle moyenne de 1,5% sur la durée du plan d'affaires,
- un taux de marge d'EBITDA normatif de 9,8%.

Par ailleurs, nous avons déterminé notre propre taux d'actualisation (arrondi à 9,5%), qui s'avère équivalent pour les deux pôles, sur la base des paramètres suivants :

- un taux sans risque de 1,2% (moyenne 1 mois, source : Bloomberg) ;
- une prime de risque de marché de 5,0% (source : travaux de Dimson, Marsh et Staunton) ;
- une prime de taille de 3,74% (source : Duff & Phelps) ;
- un bêta désendetté de 1,0 ;
- un coût de l'endettement avant impôt de 2,0% ;
- un ratio dette sur fonds propres de 15%.

Le bêta et la structure financière ont été déterminés par référence à un échantillon de sociétés intervenant dans le domaine du bâtiment et des machines-outils.

Nous avons retenu un taux de croissance à l'infini de 1,0% équivalent entre les deux pôles.

Pour le calcul des éléments d'ajustement entre la valeur d'entreprise et la valeur des fonds propres, nous avons tenu compte de la trésorerie financière nette consolidée, des participations dans les entreprises associées, des intérêts minoritaires estimés sur la base des valeurs individuelles des sociétés concernées intégrant nos propres hypothèses de valorisation, des provisions pour retraites après prise en compte des impôts différés actifs inscrits au bilan, et des actifs immobiliers détenus par l'intermédiaire de SCI.

Nous avons effectué des analyses de sensibilité sur les valeurs obtenues en modifiant les taux de marge normatifs, les taux d'actualisation et les taux de croissance à l'infini.

b) Méthode des multiples de comparables boursiers

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

Dans le cas d'espèce :

- Nous avons sélectionné un échantillon sur la base des sociétés envisagées par les parties et en effectuant des recherches complémentaires. Nous avons retenu les sociétés qui nous paraissaient les plus comparables à chaque pôle sur la base de leur activité, leurs perspectives de croissance, leur niveau de marge et leur taille. De ce fait, nous avons retenu des échantillons légèrement différents de celui des parties.
- Nous avons considéré que les agrégats d'EBITDA et d'EBIT étaient pertinents pour évaluer SFPI.
- Nous avons retenu la référence à l'année 2015 - en retraitant la partie non récurrente des charges de restructuration budgétées pour le pôle Bâtiment – ainsi que l'année 2016.

Nous avons ainsi retenu les multiples suivants :

- pour le pôle Bâtiment :
 - ✓ un multiple d'EBITDA 2015 de 7,1 et 2016 de 6,8 ;
 - ✓ un multiple d'EBIT 2016 de 12,4 et 2016 de 11,2.
- pour le pôle Industrie :
 - un multiple d'EBITDA 2015 de 10,3 et 2016 de 9,4 ;
 - un multiple d'EBIT 2016 de 13,7 et 2016 de 11,6.

c) Méthode alternative d'évaluation de SFPI par référence aux multiples de sa filiale cotée en bourse Dom Security (anciennement Sécuridev)

Dans la mesure où la société Dom Security, filiale du groupe SFPI, est cotée en bourse, nous avons analysé de manière alternative la valorisation de l'ensemble du pôle Bâtiment de SFPI à partir des multiples extériorisés par sa filiale.

La valeur de son pôle industrie, quant à lui, reste estimée à partir de son propre échantillon de comparables.

Nous avons ainsi retenu pour le pôle Bâtiment les multiples alternatifs suivants :

- un multiple d'EBITDA 2015 de 6,4 et 2016 de 5,8 ;
- un multiple d'EBIT 2015 de 10,9 et 2016 de 8,5.

d) Méthodes des multiples de transactions comparables

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

Nous avons analysé les transactions comparables envisagées par les parties en considérant leur pertinence en termes de secteur d'activité, de taille, de niveau de marge et de perspectives de croissance et cherché s'il existait des transactions complémentaires pertinentes.

Pour le pôle Bâtiment, nous avons retenu le même échantillon que les parties auquel nous avons ajouté les références à l'acquisition de 24% de MAC en 2013 et à l'opération de rapprochement entre Kaba et Dorma en 2015.

Pour le pôle Industrie, nous avons retenu leur échantillon de transactions mais limité à celles datant de moins de quatre ans, complété des transactions ciblant les sociétés : KSW Inc, Walter Meier GmbH, Lindab International AB, Centrifugal Compression business et Environmental Filtration Technologies.

Nous avons ainsi retenu les multiples suivants :

- pour le pôle Bâtiment : un multiple d'EBITDA de 8,4 et un multiple d'EBIT de 12,6 ;
- pour le pôle Industrie : un multiple d'EBITDA de 8,5 et un multiple d'EBIT de 9,3.

3.2 Commentaires et observations sur l'évaluation de EMME

3.2.1. Critère d'évaluation écarté : Référence au cours de bourse

Outre le fait que nous avons écarté pour EMME les critères d'évaluation écartés pour SFPI (actif net comptable, actif net réévalué, actualisation du cours de bourse) et les critères qui ont été appliqués à SFPI (méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs, méthodes des comparables boursiers et de transactions), compte tenu de son statut de coquille vide qui les rend non pertinents, nous avons également écarté le critère du cours de bourse.

Cela se justifie par le fait que la liquidité du titre EMME est très limitée et que son cours ne reflète donc pas nécessairement les informations disponibles sur la société.

Cette illiquidité se traduit de manière cumulative par (i) un nombre important de jours de bourse où le titre n'est pas échangé (76 jours avec des échanges sur les 250 derniers, à la date du 17 février 2015 où le cours de EMME a été suspendu en attente du communiqué annonçant l'opération), (ii) un volume faible les jours où le titre est échangé et (iii) des variations significatives à la hausse et à la baisse, dans des volumes très étroits, qui ne peuvent pas s'expliquer par l'intégration par le marché de nouvelles concernant la société.

3.2.2. Critères d'évaluation retenues

Nous avons tout d'abord retenu la référence à la transaction réalisée par SFPI sur le Bloc d'actions détenu par Avanquest qui a été réalisée au prix unitaire de 3,2 €.

Cette transaction réalisée entre des parties indépendantes constitue une référence pertinente pour apprécier la valeur de EMME.

Nous avons ensuite retenu la référence au prix de l'offre lancée par SFPI en application de l'article 234-2 du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après « AMF ») suite à la cession du Bloc d'actions et pour purger l'obligation de lancer une offre de retrait, en application de l'article 236-6 du Règlement Général de l'AMF, au titre de la cession de l'intégralité des actifs de EMME et de la présente fusion absorption.

Ce prix d'offre représente également une référence pertinente dans la mesure où il constitue un prix proposé à l'ensemble des actionnaires minoritaires de EMME se situant au-dessus de son actif net comptable de telle manière qu'il tient compte

d'une prime de coquille, correspondant à la valorisation de l'avantage pour une société d'être cotée et de permettre ainsi à une autre société d'éviter certains coûts liés à une introduction en bourse.

3.3 Synthèse

Les critères d'évaluation examinés respectivement pour SFPI (méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs et méthode des multiples de comparables boursiers et de transactions comparables) et pour EMME (référence à une transaction récente sur le capital et au prix d'une offre publique) apparaissent adaptés à l'opération considérée et aux objectifs recherchés.

En complément des analyses menées par les parties, nous avons considéré des hypothèses alternatives pour la mise en œuvre de l'actualisation des flux de trésorerie futurs et des comparables ainsi qu'une méthode alternative basée sur les multiples de la filiale cotée de SFPI.

Tableau de synthèse des valeurs par action SFPI et du rapport d'échange résultant des analyses alternatives effectuées par les commissaires à la fusion

	Valeur par action SFPI	Rapport d'échange induit (1)
Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs (DCF)		
Bas de fourchette	151,8 €	47,4
Milieu de fourchette	165,8 €	51,8
Haut de fourchette	183,6 €	57,4
Méthode des comparables boursiers		
Bas de fourchette	161,2 €	50,4
Milieu de fourchette	186,7 €	58,3
Haut de fourchette	212,1 €	66,3
Méthode des comparables boursiers (avec multiples SECURIDEV)		
Bas de fourchette	151,5 €	47,3
Milieu de fourchette	168,2 €	52,6
Haut de fourchette	185,0 €	57,8
Méthode des transactions comparables		
Bas de fourchette	143,8 €	44,9
Milieu de fourchette	162,7 €	50,8
Haut de fourchette	181,6 €	56,7

(1) Nombre d'actions Emme pour 1 action SFPI

En conclusion, les résultats obtenus compte tenu de notre analyse complémentaire mise en œuvre, confortent globalement ceux présentés par les parties dans le projet de traité de fusion.

III. APPRECIATION DU CARACTERE EQUITABLE DU RAPPORT D'ECHANGE PROPOSE

1. Rapport d'échange proposé par les parties

Sur la base de l'analyse effectuée par les parties (cf § II-1), celles-ci ont arrêté le rapport d'échange à 1 action SFPI pour 52,5 actions EMME, soit 2 actions SFPI pour 105 actions EMME.

2. Diligences effectuées pour vérifier le caractère équitable du rapport d'échange

Nous avons effectué les diligences que nous avons estimé nécessaires au regard de la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes pour apprécier le caractère équitable du rapport d'échange proposé.

Dans ce cadre, nous avons :

- analysé le positionnement du rapport d'échange par rapport aux valeurs relatives jugées pertinentes déterminées par référence à une approche multicritère ;
- appréhendé l'incidence du rapport d'échange sur la situation future des actionnaires des deux sociétés.

3. Appréciation et positionnement du rapport d'échange proposé

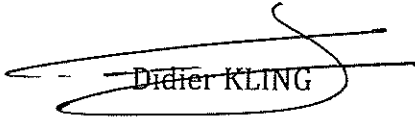
Pour chacun des critères d'évaluation examinés et décrits précédemment, le rapport d'échange proposé de 1 action SFPI pour 52,5 actions EMME apparaît dans la fourchette des rapports d'échange résultant des méthodes d'évaluation des valeurs relatives jugées pertinentes.

Ce rapport d'échange apparaît proche du milieu de la fourchette définie par la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs, qui permet de prendre en compte le potentiel de croissance et de rentabilité future de SFPI, et par la méthode des comparables boursiers mise en œuvre à partir du cours de bourse de la société DOM Security, qui permet de prendre en compte les conditions de valorisation de l'une des principales filiales de SFPI

IV. CONCLUSION

Sur la base de nos travaux et à la date du présent rapport, nous sommes d'avis que le rapport d'échange de 105 actions Edition Multi Media Electroniques SA pour 2 actions Société Financière de Participation Industrielle SA arrêté par les parties présente un caractère équitable.

Fait à Paris, le 8 juillet 2015
Les Commissaires à la Fusion



Didier KLING



Maurice NUSSENBAUM