



FINEXSI
EXPERT & CONSEIL FINANCIER

solocal

Rapport de l'expert indépendant

Projet d'augmentation de capital réservée aux
créanciers

10 juillet 2020



Sommaire

1. Présentation de l'opération	5
1.1 Contexte de l'opération et présentation de la mission de FINEXSI	5
1.1.1 Contexte de l'opération	5
1.1.2 Mission du cabinet FINEXSI Expert & Conseil Financier	6
1.1.3 Diligences effectuées	7
1.2 Présentation de SOLOCAL GROUP SA	8
1.2.1 Présentation de SOLOCAL GROUP SA	8
1.2.2 Historique du Groupe	9
1.2.3 Présentation des activités du Groupe	10
1.2.4 Présentation synthétique des données financières	14
1.3 Présentation de l'environnement économique et concurrentiel de SOLOCAL GROUP SA	16
1.3.1 Le marché publicitaire en France en 2019	16
1.3.2 Le marché de la publicité sur internet en France	17
1.4 Matrice SWOT	18
1.5 Historique des difficultés du Groupe	19
1.5.1 Analyse des comptes historiques	19
1.5.2 Analyse de la situation financière du Groupe à fin décembre 2019	30
2. Présentation des motifs et termes de l'Opération	31
2.1 Motifs de l'Opération	31
2.2 Conditions à la réalisation de l'Opération	32
2.3 Description de l'Opération	33
2.3.1 Réduction préalable de la valeur nominale de l'Action	34
2.3.2 Augmentation de capital réservée aux obligataires	34
2.3.3 Augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription	35
2.3.4 Attribution d'actions gratuites pour les actionnaires existants	38
2.3.5 Augmentation de capital au titre de la rémunération du Comité des Obligataires	38
2.3.6 Mise en œuvre d'un regroupement d'actions	39
2.3.7 Augmentation de capital réservée aux créanciers RCF	39
2.3.8 Modalités de remboursement de la dette obligataire	39
2.3.9 Dette obligataire réintégrée	40
2.3.10 Mécanisme de garantie du PGE	41
2.3.11 Amendement des conditions du RCF	41
2.3.12 Gouvernance	42



2.3.13	Engagement de conservation (« Lock up »)	42
2.3.14	Synthèse.....	43
3.	Evaluation des actions de la société SoLOCAL GROUP	44
3.1	Méthodes d'évaluation écartées.....	45
3.1.1	Actif Net Comptable consolidé	45
3.1.2	Actif Net comptable Réévalué	45
3.1.3	Actualisation des dividendes futurs.....	45
3.1.4	Transactions comparables	45
3.1.5	Valeur liquidative	46
3.2	Méthodes retenues pour l'approche d'évaluation avant restructuration.....	46
3.2.1	L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels.....	47
3.2.2	Cours de bourse de la Société	50
3.2.3	Objectifs de cours des analystes.....	54
3.3	Méthodes retenues pour l'approche d'évaluation après restructuration	56
3.3.1	L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels (à titre principal)	56
3.3.2	Comparables boursiers (à titre secondaire).....	57
3.4	Mise en œuvre de la valorisation de la Société SoLOCAL GROUP après restructuration	58
3.4.1	Nombre de titres retenu.....	58
3.4.2	Endettement financier net après restructuration	58
3.4.3	L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels (à titre principal)	60
3.4.4	Comparables boursiers (à titre secondaire).....	66
4.	Synthèse de nos travaux d'évaluation avant restructuration	68
5.	Synthèse de nos travaux d'évaluation après restructuration	69
6.	Analyse financière de l'Opération	70
6.1	Approche retenue	70
6.2	Analyse de la structure financière post-Opération	71
6.2.1	Incidence de l'Opération sur la dette brute de la Société	71
6.2.2	Incidence de l'Opération sur la trésorerie de la Société	74
6.2.3	Incidence de l'Opération sur les fonds propres de la Société.....	76
6.3	Prix de souscription moyen des actionnaires et des obligataires	78
6.4	Valorisation post-Opération de la Société en fonction des différents scénarios analysés sur la base de la valeur centrale ressortant en DCF	79
6.5	Incidence de l'Opération sur la situation de l'actionnaire en termes de dilution	



6.6	Incidence de l'Opération sur la situation de l'actionnaire en termes de création de valeur.....	83
6.7	Incidence de l'Opération sur la situation des porteurs d'obligations l'actionnaire en termes de création de valeur.....	88
7.	Accords connexes	89
8.	Synthèse et conclusion	90
	Annexe 1 : Présentation des comparables boursiers	93
	Annexe 2 : Présentation des transactions comparables	95
	Annexe 3 : Présentation de FINEXSI et de la mission.....	97



1. Présentation de l'opération

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

1.1.1 Contexte de l'opération

Depuis l'acquisition en 2006 de la société PAGESJAUNES par KKR et GOLDMAN SACHS, le groupe SOLOCAL (ci-après « le Groupe ») a fait l'objet de plusieurs restructurations en raison de sa mutation et de son niveau d'endettement.

La crise sanitaire du Covid-19 et ses conséquences économiques actuelles et futures sur l'activité de SOLOCAL GROUP SA l'ont conduit à demander au Président du Tribunal de Commerce de Nanterre d'ouvrir une procédure de conciliation « *pour une durée initiale de 4 mois* »¹. Le 16 mars 2020, Maître Hélène BOURBOULOUX représentant la SELARL FHB a été désignée conciliateur afin d'encadrer les discussions avec les créanciers de la société et procéder à la restructuration de sa dette.

Le Groupe a également décidé de suspendre le paiement de son coupon obligataire du 15 mars 2020 et du 15 juin 2020, relatifs à l'emprunt obligataire à échéance de mars 2022.

Néanmoins, le Management estime que le Groupe « *pourrait ne pas avoir la capacité de financer les 36M€ de décaissements prévus pour le reste de l'année 2020 au 31 mars 2020, dans le cadre du volet social du plan ou des charges de locaux vacants* »².

Du surcroît, SOLOCAL estime que « *l'incapacité de l'entreprise à trouver un accord avec ses créanciers ou à rembourser cette dette pourrait avoir un effet significatif défavorable pour l'entreprise, jusqu'à entraîner sa faillite ou sa liquidation. L'emprunt obligataire est indirectement garanti par un nantissement portant sur les titres de l'entité SOLOCAL SA détenus par SOLOCAL GROUP* »³.

La Groupe a annoncé le 18 mai 2020 qu'elle s'attendait à enregistrer une baisse de 20% de son chiffre d'affaires en 2020 et un EBITDA en repli à environ 130M€.

L'endettement net de SOLOCAL au 31 décembre 2019 s'élevait à 526M€, dont 398M€ d'obligations qui ont porté intérêts à hauteur de 10% en 2019.

Le Management estime avoir un besoin de 40M€ dès l'été 2020 et de 35M€ au titre du premier semestre 2021, soit un total de 75M€. Ce montant n'intègre néanmoins ni le paiement des intérêts de la dette obligataire (environ 10M€ par trimestre), ni le remboursement du passif fiscal et social d'un montant de 32M€ généré par la Société à fin avril 2020.

Le 15 juin 2020, SOLOCAL a « *demandé la suspension de la cotation de ses titres dans l'attente d'un accord sur le renforcement de sa structure financière* »⁴.

La société a annoncé le 3 juillet 2020 avoir trouvé un accord avec ses créanciers sur le renforcement de sa structure financière. Les modalités de l'opération envisagée (ci-après l'« Opération ») sont détaillées au §2.

¹ Communiqué de presse SOLOCAL du 19 mars 2020

² Document d'Enregistrement Universel 2019

³ Document d'Enregistrement Universel 2019

⁴ Communiqué de presse SOLOCAL du 15 juin 2020



Le cours de bourse a repris sa cotation dès le lundi 6 juillet et accusait un repli de près de 25%, à 0,1208€ à la clôture, en réaction à l'annonce de l'accord.

1.1.2 Mission du cabinet FINEXSI Expert & Conseil Financier

La désignation du cabinet FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER (ci-après « FINEXSI ») par le Conseil d'administration de la société SOLOCAL GROUP SA (ci-après « la Société » ou « SOLOCAL GROUP ») le 17 juin 2020 a été motivée par le souhait d'assurer une information aussi complète que possible des actionnaires de la Société. Il s'agit donc d'une désignation volontaire visée par l'article 261-3 du Règlement Général de l'AMF.

Notre mission porte sur les augmentations de capital prévues dans le cadre de l'Opération, et consiste à en apprécier le caractère équitable pour l'actionnaire dans le contexte de la réduction de l'endettement et du renforcement des capitaux propres de SOLOCAL GROUP SA.

Le présent rapport qui décrira les modalités de l'Opération, a été établi conformément à l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF et de son instruction d'application n° 2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée des recommandations de l'AMF en date du 28 septembre 2006 modifiées le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010. Nos diligences sont détaillées ci-après.

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

Le cabinet FINEXSI, ainsi que ses associés :

- Sont indépendants au sens des articles 261-1 et suivants du Règlement Général de l'AMF, sont en mesure à ce titre d'établir la déclaration d'indépendance prévue par l'article 261-4 dudit Règlement Général, et ne se trouvent notamment dans aucun des cas de conflit d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF 2006-08 relative à l'expertise indépendante ;
- Disposent de façon pérenne des moyens humains et matériels nécessaires à l'accomplissement de leur mission, ainsi que d'une assurance ou d'une surface financière suffisante en rapport avec les risques éventuels liés à cette mission ;
- Adhèrent à l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association reconnue par l'AMF en application des articles 263-1 et suivants de son Règlement Général ; un des associés signataires étant également membre du *Board* et *standards* de l'IVSC.



1.1.3 Diligences effectuées

Nos diligences ont principalement consisté à :

- La prise de connaissance détaillée de l'opération de restructuration financière envisagée telle qu'elle sera présentée pour approbation à l'Assemblée générale, de ses modalités et du contexte spécifique dans lequel elle se situe ;
- La détermination et la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères de SOLOCAL qui comprend notamment :
 - L'analyse des risques et opportunités identifiés pour SOLOCAL, susceptibles d'affecter sa valorisation, dont la synthèse est présentée sous la forme de matrice SWOT ;
 - L'analyse de l'information publique incluant la revue des notes d'analystes ;
 - Le choix motivé des critères d'évaluation (exclus/retenus) ;
 - L'analyse de l'évolution du cours de bourse sur une période pertinente à valider ;
 - L'analyse de la volatilité du cours de bourse ;
 - L'examen de la performance financière historique de SOLOCAL ;
 - L'analyse des comptes et du plan d'affaires avec le Management opérationnel, intégrant l'identification des hypothèses clés considérées et l'appréciation de leur pertinence ;
 - Le cas échéant, l'analyse des différents scénarios envisagés dans le contexte actuel de crise économique ;
 - Des tests de sensibilité sur les hypothèses structurantes considérées ;
 - L'identification des comparables boursiers et transactionnels et l'exploitation de l'information disponible les concernant ;
 - L'examen des transactions intervenues précédemment sur le capital de la société SOLOCAL.
- Sur ces bases, l'examen des termes de l'Opération de restructuration envisagée par rapport aux résultats des différents critères d'évaluation ;
- L'analyse des effets de dilution pour les actionnaires actuels de la Société ;
- L'analyse d'éventuels accords et opérations connexes susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix de l'Opération conformément aux alinéas 2 et 4 de l'Article 261-1 I du Règlement Général précité ;
- Des réunions avec le Comité ad hoc en charge de la supervision des travaux de l'Expert indépendant ;
- Des échanges avec les actionnaires minoritaires et/ou créanciers qui souhaiteraient nous faire part de leur position sur l'Opération envisagée ;



- Des échanges avec des représentants de l'AMF dans le cadre de leur instruction du dossier ;
- L'établissement du présent rapport dont la conclusion a été présentée sous forme d'une attestation d'équité, à destination du Comité ad hoc et du Conseil d'administration de SoLOCAL.

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

1.2 Présentation de SoLOCAL GROUP SA

1.2.1 Présentation de SoLOCAL GROUP SA

SoLOCAL GROUP SA est une société anonyme à Conseil d'Administration au capital de 61 954 147€, dont le siège social est situé au 204 Rond-Point du Pont de Sèvres à Boulogne-Billancourt (92100), immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre, sous le numéro 552 028 425, et dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment B d'Euronext Paris.

La répartition du capital au 31 décembre 2019 se résume comme suit :

Figure 1 - Répartition du capital au 31 décembre 2019

Actionnaires	Nombre d'actions	en %	Droits de vote exerçables	en %
JO Hambro Capital Management LTD	53 841 590	8,7 %	51 745 304	8,1 %
DNCA Finance S.A	53 481 000	8,6 %	53 481 000	8,4 %
Family Office Amar	40 000 264	6,5 %	40 000 264	6,3 %
Rvier and Mercantile AM & Alliance Trust	37 295 642	6,0 %	37 295 642	5,9 %
Edmont de Rothschild AM	30 460 928	4,9 %	30 460 928	4,8 %
Public	403 246 769	65,1 %	421 838 273	66,4 %
Salariés de SoLocal Group	647 677	0,1 %	654 933	0,1 %
Capital auto détenu	567 596	0,1 %	-	0,0 %
Total	619 541 466	100 %	635 476 344	100 %

Source : Document d'Enregistrement Universel 2019

Nous précisons que deux porteurs d'obligations sont également actionnaires du groupe : (i) DNCA FINANCE S.A. détient 7,91% du capital et 33,5M€ d'obligations (pour le compte de différents fonds dont elle assure la gestion) au 31 mai 2020 et (ii) ROBUS CAPITAL MANAGEMENT, LTD détient 0,56% du capital et 20M€ d'obligations au 31 mai 2020.



1.2.2 Historique du Groupe

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

A la suite de l'offre publique initiée par FRANCE TELECOM sur WANADOO en février 2004, il a été décidé de regrouper la division annuaire de WANADOO (notamment QDQ MEDIA et MAPPY). L'ensemble a été ensuite introduit en Bourse sur l'Eurolist d'Euronext Paris le 8 juillet 2004.

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

En octobre 2006, FRANCE TELECOM vend sa participation majoritaire dans le groupe PAGESJAUNES au fonds d'investissement KKR et à la banque GOLDMAN SACHS.

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

En 2014, SOLOCAL a procédé à une première restructuration de sa dette, notamment par augmentation de capital (à hauteur de 440M€⁵), lui permettant ainsi de réduire significativement sa dette.

En 2015, la Société a cédé également certaines activités Internet, jugées non rentables et à faible croissance.

En 2017, SOLOCAL procède à une seconde restructuration de sa dette.

Au niveau de la stratégie du groupe, les années 2009/2011 marquent l'accélération du développement de SOLOCAL dans le secteur numérique (Internet, fixe et mobile) avec notamment le lancement d'une nouvelle offre de création et d'hébergement de sites Web pour les PME (Pack visibilité Internet) puis l'acquisition de plusieurs portails Internet, notamment AVENDREALOUER (finalement cédée après 2015) et plus récemment EFFILAB, agence de publicité en ligne spécialisée dans le pilotage des campagnes sur les moteurs de recherche et les réseaux sociaux.

Face à l'érosion de ces métiers traditionnels (notamment de l'Imprimé, voué à disparaître), le Groupe est engagé depuis plusieurs années dans une phase de mutation de son *business model* vers le digital.

SOLOCAL a ainsi lancé en février 2018 un nouveau programme stratégique baptisé « SoLocal 2020 », dont l'objectif est triple :

Le lancement d'une offre 100% digitale à destination des entreprises :

En premier lieu ce projet a pour objectif de développer une offre complète de services digitaux sur l'ensemble du Web pour les entreprises (grands comptes, PME/TPE), en remplacement d'une offre produits centrée autour de son service historique PAGESJAUNES.

A ce titre, la Société s'appuie sur les 3 segments d'activité, Présence Digitale, Sites Internet et Publicité Digitale. Nous détaillerons ces 3 activités par la suite.

Parallèlement, la Société a noué des partenariats clés avec les principaux acteurs mondiaux de l'Internet, dont GOOGLE, APPLE, FACEBOOK, AMAZON et MICROSOFT.

⁵ Document d'Enregistrement Universel 2019



Ainsi, la proportion du chiffre d'affaires « Digital » de SOLOCAL est passée de 48% en 2010 à 89% en 2019.

Le repositionnement du média PAGESJAUNES et les évolutions de l'application MAPPY :

Afin de faire face à l'émergence de nouveaux besoins utilisateurs, SOLOCAL a entrepris le repositionnement stratégique de PAGESJAUNES. Afin d'y parvenir, la Société a mis l'accent sur l'optimisation de la performance de son moteur de recherche en ayant recours aux dernières technologies existantes, ainsi qu'à l'Intelligence artificielle. Par ailleurs, l'offre de services a été élargie afin de permettre une interaction croissante entre les professionnels et les utilisateurs et d'apporter une offre de services plus locale.

L'évolution de Mappy a débuté avec le développement en 2019 de son propre moteur d'itinéraire de transports en commun et en temps réel, rendant ainsi possible l'ajout de certaines fonctionnalités comme la proposition d'itinéraires « intermodaux » (combinaison de plusieurs modes de transport) et l'estimation de l'empreinte carbone générée par chaque trajet.

L'évolution organisationnelle de la Société :

Celle-ci s'articule autour de 3 principes directeurs :

- La simplification de l'organisation du groupe : rendue notamment possible par la suppression de plusieurs échelons hiérarchiques, l'intégration progressive de certaines filiales, la suppression de plusieurs Business Units. Cette mesure s'accompagne d'un Plan de Sauvegarde de l'Emploi (PSE) qui prévoit la suppression d'un millier de postes ;
- Une politique R&D et IT en cohérence avec les ambitions du Groupe et au service de la conception de produits innovants ;
- Une culture d'entreprise forte replacée au cœur des préoccupations quotidiennes, permettant ainsi de dégager des synergies dans la conception de nouveaux services.

1.2.3 Présentation des activités du Groupe

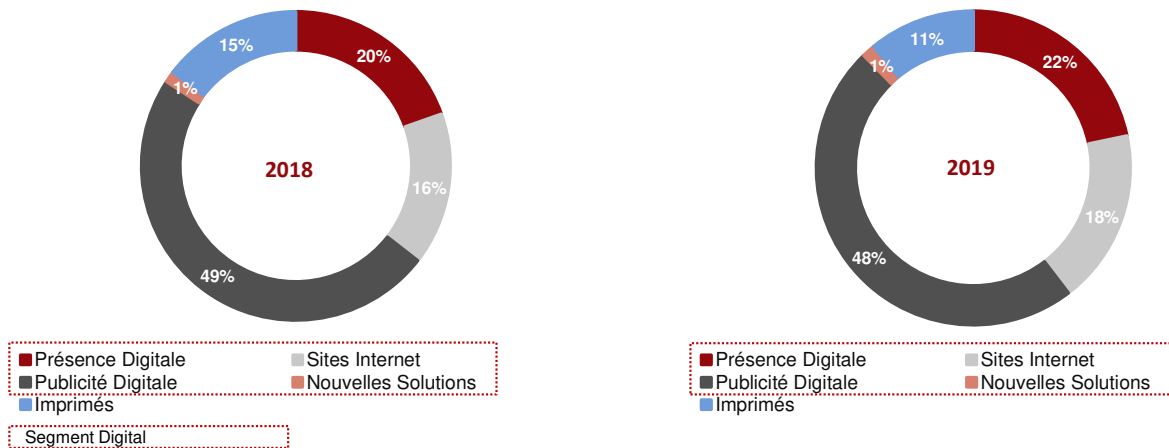
Dans la continuité du plan stratégique « Solocal 2020 » lancé en février 2018, SOLOCAL a profondément repensé et simplifié son offre de produits.

L'objectif de cette profonde mutation est de proposer une offre complète de services digitaux permettant aux entreprises d'améliorer leur visibilité sur le Web, de fidéliser leurs clients et d'en gagner de nouveaux.

Les activités du Groupe s'organisent autour de deux segments : (i) Digital et (ii) Imprimés (activité historique du Groupe). Ces deux segments sont eux-mêmes répartis en plusieurs activités comme nous le détaillons ci-après.



Figure 2 - Répartition du chiffre d'affaires par activité en 2018 et 2019



1.2.3.1 Segment Digital

Présence Digitale

Le Groupe offre cette solution en abonnement, avec engagement de 12 ou 24 mois, à destination de TPE/PME mais également des Grands comptes. Celle-ci se présente clé en main, accessible depuis une application mobile et une interface Web (« *Solocal Manager* ») et permet à ses utilisateurs de piloter leur présence digitale sur l'ensemble du Web. Ainsi, les clients peuvent directement mettre à jour leurs informations, communiquer sur leurs actualités du moment, consulter leurs statistiques de visites sur les plateformes partenaires (dont PAGESJAUNES et MAPPY - propriétés du groupe, FACEBOOK, INSTAGRAM, LINKEDIN, TRIPADVISOR ou TWITTER – partenaires clés sur le Web), répondre aux avis publiés, solliciter des avis clients.

L'offre Présence met également à disposition de ses utilisateurs un mini-site web pour les professionnels qui n'auraient pas encore développé leur propre vitrine digitale.

Cette offre se décline en deux packages :

- *Présence Essentiel* : permet le référencement sur 9 sites internet/ moteurs de recherche/ réseaux sociaux et la mise à disposition d'un mini-site internet ;
- *Présence Premium* : permet le référencement sur 21 sites internet/ moteurs de recherche/ réseaux sociaux et la mise à disposition d'un mini-site internet.

Sur 2019, l'offre Présence a permis de générer 127,2M€⁶ d'euros de chiffre d'affaires.

⁶ Document d'Enregistrement Universel 2019



Sites Internet

- Offre Sites vitrine :

Cette offre propose à ses utilisateurs d'assurer la création et le référencement de leur site internet. SOLOCAL met ainsi à disposition de ses clients un large choix de templates personnalisables ou sur-mesure assurés par une équipe d'expert dédiée et compatible sur tout type de support (ordinateurs, tablettes, smartphones). L'offre Sites Internet assure également à ses clients une visibilité accrue de leurs sites sur GOOGLE et BING et un accompagnement continu sur toute la durée de vie du site.

Cette offre est proposée en abonnement avec engagement de 12 mois (pour l'offre Essentiel) ou 24 mois (pour les offres Premium et Privilège) et renouvellement automatique.

- Offre Sites e-commerce :

Cette offre s'adresse plus particulièrement aux professionnels qui souhaitent accéder à la vente en ligne. Dans cette optique, SOLOCAL met à disposition de ses utilisateurs de nombreuses fonctionnalités et notamment i) la possibilité de créer un catalogue en ligne de produits, ii) la possibilité de gérer les promotions, les ventes et l'animation de la base clients, iii) le suivi automatique des stocks et des ventes réalisés, iv) la proposition de deux solutions de paiement sécurisé et v) la mise à disposition d'une interface logistique permettant d'assurer les livraisons.

Cette offre est proposée en abonnement avec engagement de 12 mois (pour l'offre Essentiel) ou 24 mois (pour les offres Premium et Privilège) et renouvellement automatique.

Sur 2019, l'offre Sites Internet a représenté 104,6M€⁷ de chiffre d'affaires.

Publicité Digitale

Cette offre affiche pour objectif de renforcer la visibilité des clients sur Internet dans une logique de conquête de parts de marché et s'inscrit comme l'un des axes prioritaires du plan stratégique « Solocal 2020 ». Son offre a été renforcée de manière conséquente sur 2019 et se présente sous la forme d'abonnements mensuels avec engagement de 6 à 24 mois, renouvelables automatiquement.

Cette offre se décline en 4 sous-offres spécifiques :

- Référencement prioritaire : cette offre permet au professionnel d'être référencé prioritairement lors de la recherche locale d'un internaute sur l'ensemble des médias partenaires de l'offre (dont PAGESJAUNES et MAPPY) ;
- Performance online : offre qui se déploie à l'aide de deux solutions, Booster Site - permet d'améliorer la génération de trafic en ligne en recherchant des audiences sur les moteurs de recherche et Social Clic - permet d'améliorer la génération de trafic en ligne en recherchant des audiences sur les réseaux sociaux ;

⁷ Document d'Enregistrement Universel 2019



- Performance offline : cette offre se déploie à l'aide de deux solutions, Booster Contact - permet au professionnel de recevoir chaque mois des contacts réels et géolocalisés à partir de publicités exposées sur le Web et sur tous les terminaux et Local Impact - permet notamment aux réseaux d'enseignes de cibler des millions de profils à l'échelle locale, directement dans la zone de chalandise du point de vente, sur la base d'informations précises sur le lieu d'habitation ou encore leurs habitudes de consommation ;
- Notoriété : cette offre permet d'assurer une forte visibilité au client en mettant l'accent sur le volume d'individus exposés, la durée d'observation de la publicité ou la répétition du message publicitaire. Cette offre intègre notamment la diffusion ciblée de publicité sur le Web ainsi que la diffusion de format vidéo sur les réseaux sociaux.

Sur 2019, l'offre Publicité Digitale a représenté 281,2M€⁸ de chiffre d'affaires.

Nouvelles Solutions

A ce jour, cette offre déploie un certain nombre de solutions transactionnelles à destination des professionnels, telles que la prise de rendez-vous en ligne chez un médecin, la réservation d'une table dans un restaurant ou encore la réservation de chambres d'hôtels.

Cette offre s'adresse à l'heure actuelle principalement aux Grands comptes, mais elle est en cours d'enrichissement afin de répondre aux besoins de TPE/PME. Les nouvelles solutions ainsi développées permettront notamment aux clients SOLOCAL d'interagir plus directement avec leurs prospects et clients (système de messagerie instantanée, demande de devis en ligne), d'assurer une plus grande efficacité dans la fidélisation client (meilleure gestion/centralisation de la base clients).

Cette offre sera intégrée à moyen terme dans les offres déjà existantes des segments « *Présence Digitale* » et « *Sites Internet* » et sera accessible depuis l'application mobile et interface Web « *Solocal Manager* ».

Sur 2019, l'offre Nouvelles solutions a représenté 7,6M€⁹ de chiffre d'affaires.

1.2.3.2 Segment Imprimés

Il s'agit de l'offre historique du groupe. Celle-ci comprend notamment la publication, la distribution et la vente d'espaces publicitaires dans les annuaires papiers « PAGESJAUNES ».

Dans la continuité du plan « Solocal 2020 » annoncé en février 2018 et visant à proposer une offre 100% digitale à horizon 2020, l'activité Imprimés a vocation à disparaître progressivement avec un arrêt total de l'activité à compter de fin 2020.

Sur 2019, l'offre Imprimés a représenté 63,6M€¹⁰ de chiffre d'affaires.

⁸ Document d'Enregistrement Universel 2019

⁹ Document d'Enregistrement Universel 2019

¹⁰ Document d'Enregistrement Universel 2019



1.2.4 Présentation synthétique des données financières

Nous présentons ci-après l'évolution des données financières au cours de deux dernières années, sur lesquelles le plan stratégique « Solocal 2020 » a été déployé.

En 2019, Le Groupe a généré un chiffre d'affaires consolidé de 584,1M€, dont 89 %¹¹ réalisé sur le segment « Digital », et dégagé un bénéfice de 32,1M€ au titre des activités poursuivies.

L'effectif moyen du groupe au 31 décembre 2019, s'élevait à 2 583¹² personnes contre 3 571¹³ personnes sur 2018.

Les principaux agrégats financiers du Groupe publiés au cours des 2 derniers exercices sont les suivants :

Figure 3 - Agrégats consolidés de SoLOCAL

En M€	31/12/2018	31/12/2019*	Var.	Var %
Chiffre d'affaires	670,4	584,1	(86,3)	(12,9)%
EBITDA consolidé	4,6	167,6	163,0	3543,5 %
EBITDA récurrent ⁽¹⁾	171,2	190,6	19,4	11,3 %
EBITDA récurrent avant IFRS 16	171,2	175,0	3,8	2,2 %
Résultat Net part du groupe	(81,2)	32,1	113,3	(139,5)%
Capitaux propres part du groupe	(678,7)	(638,9)	39,8	(5,9)%
Endettement net **	(327,6)	(422,0)	(94,4)	28,8 %

⁽¹⁾ Avant prise en compte des éléments non récurrents tels que les frais de restructuration

* La première application de la norme IFRS 16 suivant la méthode rétrospective simplifiée ne permet pas de conserver la comparabilité des 2 périodes

** Endettement net avant IFRS 16 - obligations locatives de 104,1M€ au 31/12/2019

Source : Document d'Enregistrement Universel 2019

Le chiffre d'affaires et la marge d'EBITDA récurrent par segment sont présentés ci-après :

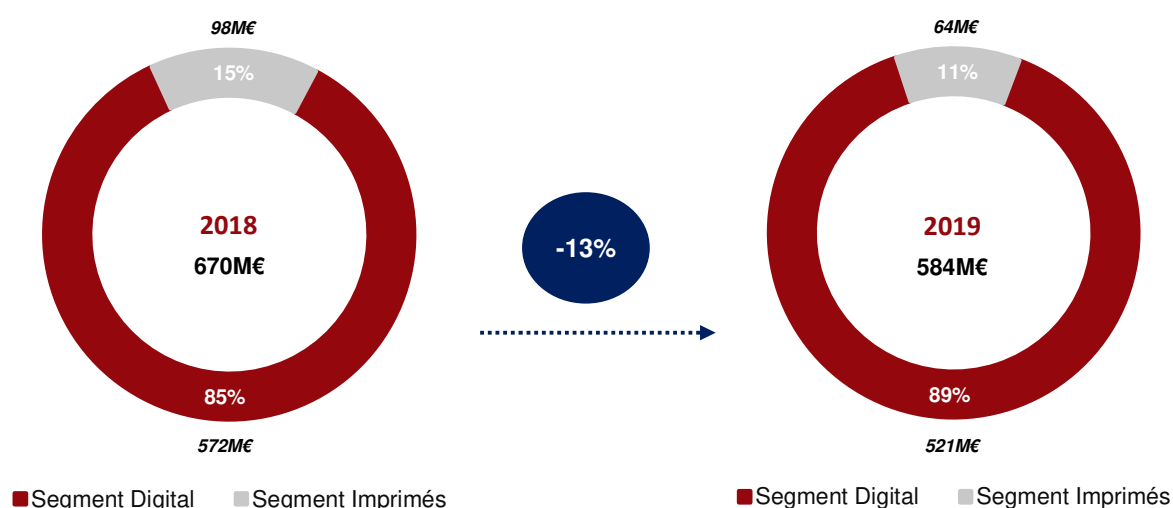
¹¹ Document d'Enregistrement Universel 2019

¹² Document d'Enregistrement Universel 2019

¹³ Document d'Enregistrement Universel 2019



Figure 4 - Contribution par segment au chiffre d'affaires 2018 et 2019 (M€)



Source : Document d'Enregistrement Universel 2019

La décroissance du segment Imprimés (-35M€) n'est pas compensée par l'augmentation du segment Digital (-51M€) qui subit l'impact de la baisse des prises de commandes sur le 2nd semestre 2018. Cette contreperformance est consécutive au plan de transformation « Solocal 2020 » initié en 2018 et à la déstabilisation de l'activité qui s'en est suivie, notamment au niveau de « *l'organisation commerciale de SOLOCAL [...] encore figée dans des schémas de fonctionnement anciens (BU) et peu efficaces*¹⁴ ».

Ces éléments ont conduit à une baisse généralisée du chiffre d'affaires sur l'exercice 2019 et tout particulièrement sur le 1^{er} semestre.

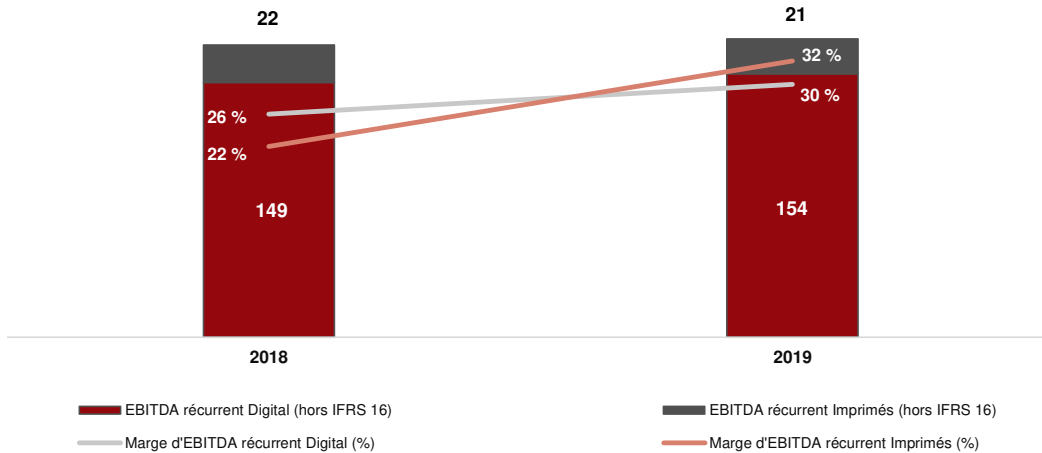
En ce qui concerne l'EBITDA nous pouvons constater qu'en dépit d'un chiffre d'affaires en diminution, l'EBITDA consolidé et l'EBITDA récurrent sont en progression.

La marge d'EBITDA récurrent hors IFRS 16 est en progression sur 2019. Celle-ci progresse de 4 points, puisqu'elle passe de 26% en 2018 à 30% en 2019. Cela s'explique principalement par la diminution des charges externes récurrentes ainsi que des frais de personnel récurrents, dans le cadre de plan de maîtrise des coûts entamé en 2018 (effet année pleine sur 2019).

¹⁴ Présentation des résultats annuels 2018 – SoLOCAL – 20 février 2019



Figure 5 - Marge et taux de marge d'EBITDA récurrent en 2018 et 2019 (M€ et %)



Source : Document d'Enregistrement Universel 2019

Néanmoins, cette progression doit s'analyser à la lumière des éléments suivants :

- L'EBITDA consolidé de 2018 est grevé d'éléments non récurrents pour un total de 166,5M€ qui correspondent principalement aux dépenses engagées dans le cadre du plan de restructuration initié dans le cadre du programme « Solocal 2020 ». Ce plan concerne près de 1000 personnes et son coût net avoisine les 164M€¹⁵.

Ainsi, il convient de se référer à l'EBITDA récurrent pour une meilleure comparabilité des deux exercices ;

- L'EBITDA récurrent intègre, quant à lui, les effets d'IFRS 16 en 2019 alors que ces derniers ne sont pas pris en compte sur 2018. L'impact de la norme sur 2019 s'élève à 15,6M€¹⁶ (élimination de l'impact favorable de la norme sur les charges externes de loyer qui n'affectent plus l'EBITDA).

Ainsi, il convient de se reporter à l'EBITDA récurrent hors IFRS 16 afin de réaliser notre analyse à normes constantes.

1.3 Présentation de l'environnement économique et concurrentiel de SoLOCAL GROUP SA

1.3.1 Le marché publicitaire en France en 2019

Sur 2019, les dépenses de publicité en France sont estimées à 11,8Mds€, ce qui représente une hausse de 4,8% par rapport à 2018, tirées par la croissance des dépenses de publicité sur les médias numériques (+13%).

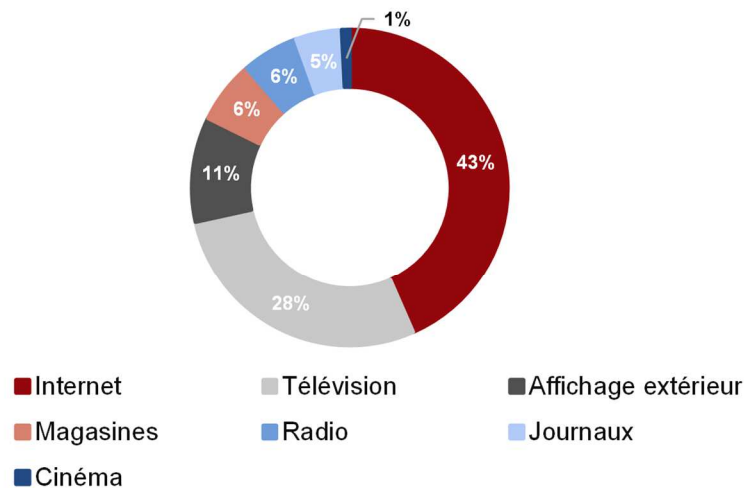
Les dépenses publicitaires en France pour 2019, se répartissent de la façon suivante :

¹⁵ Document de Référence 2018

¹⁶ Document d'Enregistrement Universel 2019



Figure 6 - Répartition des dépenses publicitaires en France en 2019 (en %)



Source : Document d'Enregistrement Universel 2019 et Zenith décembre 2019

Une part importante des revenus de SOLOCAL est constituée de revenus publicitaires, générés notamment via ses activités « Imprimés » et « Publicité digitale » dont le support privilégié de diffusion est internet.

1.3.2 Le marché de la publicité sur internet en France

Les principaux intervenants sur le marché de la publicité sur internet sont :

- Les annonceurs, qui sont à l'origine de la demande de diffusion du contenu publicitaire (c'est-à-dire l'entité qui paye pour le service de diffusion) ;
- Les éditeurs, dont la mission principale est de diffuser des annonces publicitaires à l'attention de leurs visiteurs. Les éditeurs peuvent se présenter sous la forme de portails en ligne (GOOGLE et BING), de réseaux sociaux (FACEBOOK), de sites d'information, ou encore de blogs ;
- Les réseaux publicitaires, qui agissent en tant qu'intermédiaire entre les éditeurs et les annonceurs en mettant à disposition un inventaire publicitaire (espaces publicitaires disponibles à la vente) sur un certain nombre d'éditeurs digitaux.

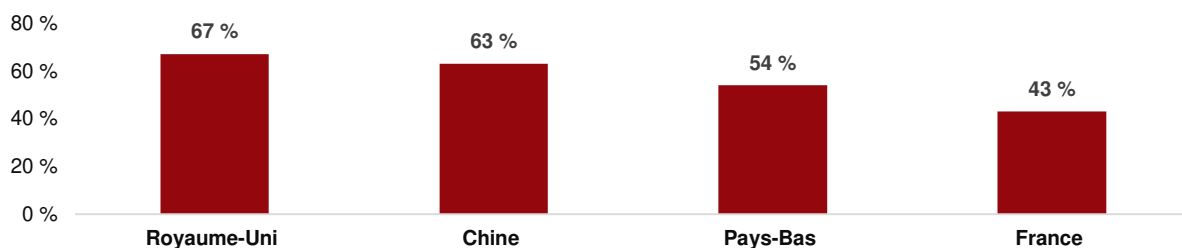
Le marché de la publicité sur internet est en plein essor depuis quelques années et présente notamment pour les annonceurs les avantages suivants :

- Il permet de dépasser les limites évidentes des supports physiques ;
- Il permet de mieux cibler l'audience à atteindre ;
- Il permet un retour quasi-immédiat aux annonceurs en termes d'impact et de réactions aux campagnes publicitaires ;
- Il permet d'entrer directement en transaction avec le client potentiel.

En France en 2019, le marché de la publicité sur internet a représenté 43% des dépenses totales de publicité, ce qui place la France loin derrière le Royaume-Uni (67%) ou encore la Chine (63%).



Figure 7 - Part des dépenses publicitaires internet dans le total des dépenses publicitaires 2019



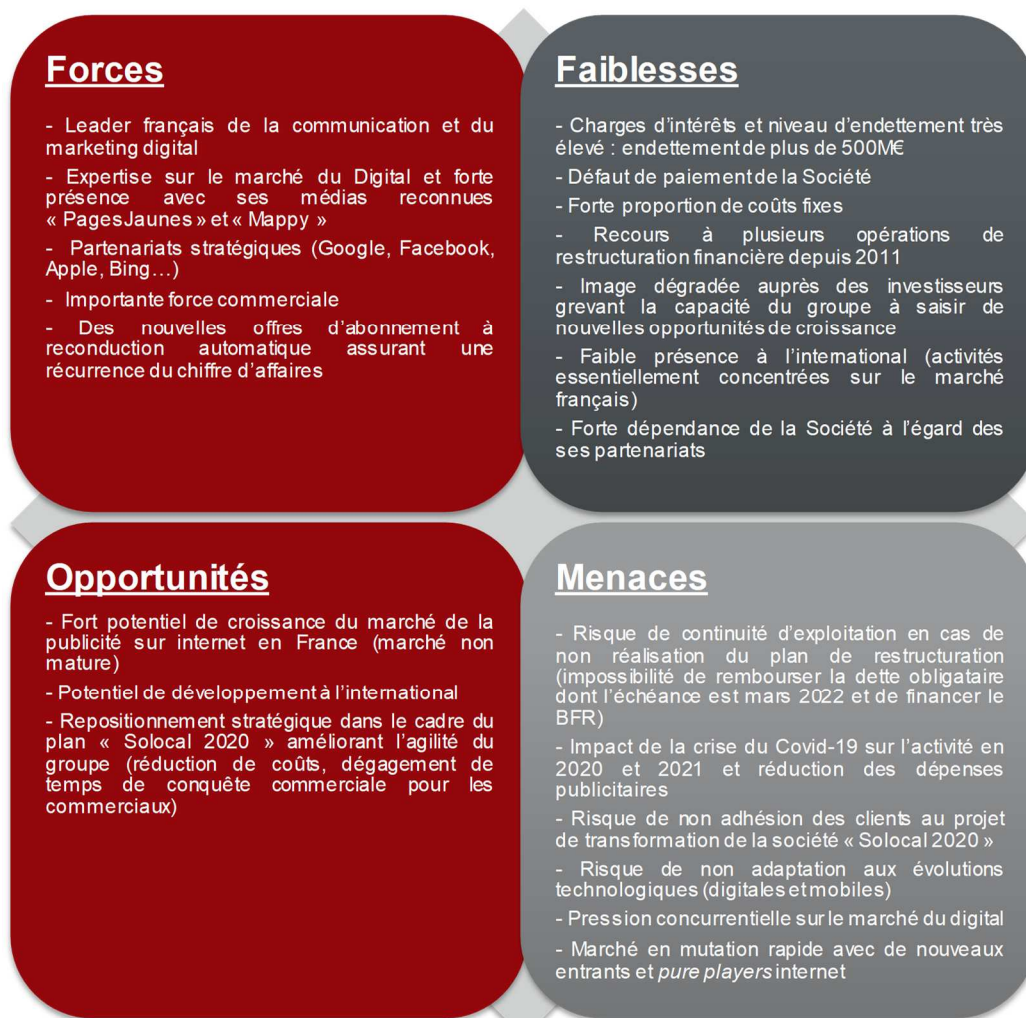
Source : Document d'Enregistrement Universel 2019 et Zenith décembre 2019

Ainsi, le marché de la publicité en France semble moins mature qu'ailleurs, ce qui en fait un marché attractif avec un potentiel de croissance évident.

1.4 Matrice SWOT

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

Figure 8 - Matrice SWOT de la Société





En dépit d'un certain nombre d'atouts, notamment en termes de notoriété de ses marques et de la qualité de ses partenariats stratégiques, le groupe SOLOCAL souffre d'une situation financière trop dégradée, notamment à la suite de la crise sanitaire, qui est susceptible de remettre en cause la continuité de son exploitation, et ne lui permet pas de saisir les opportunités de développement nécessaires à sa survie.

Ce constat est d'autant plus vrai que le marché de l'internet/digital sur lequel opère la Société est en constante évolution et que la concurrence y est importante.

Il est donc impératif pour le groupe de poursuivre son redéploiement stratégique, prévu par « Solocal 2020 » ce qui suppose des liquidités suffisantes à l'atteinte de ses objectifs.

1.5 Historique des difficultés du Groupe

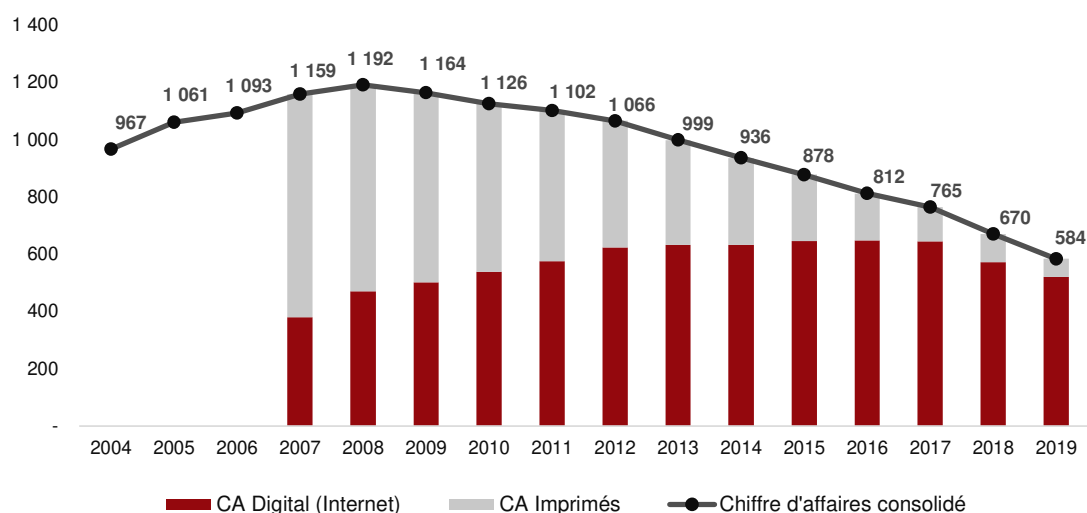
Nous présentons ci-après l'évolution du compte de résultat, du bilan, du taux d'endettement du groupe ainsi que du tableau des flux de trésorerie.

1.5.1 Analyse des comptes historiques

Un chiffre d'affaires et un EBITDA récurrent qui diminuent continuellement depuis 2008

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

Figure 9 - Evolution du chiffre d'affaires par activité depuis 2004 (en M€)



Sources : Documents de Référence de 2004 à 2018 et Document d'Enregistrement Universel 2019

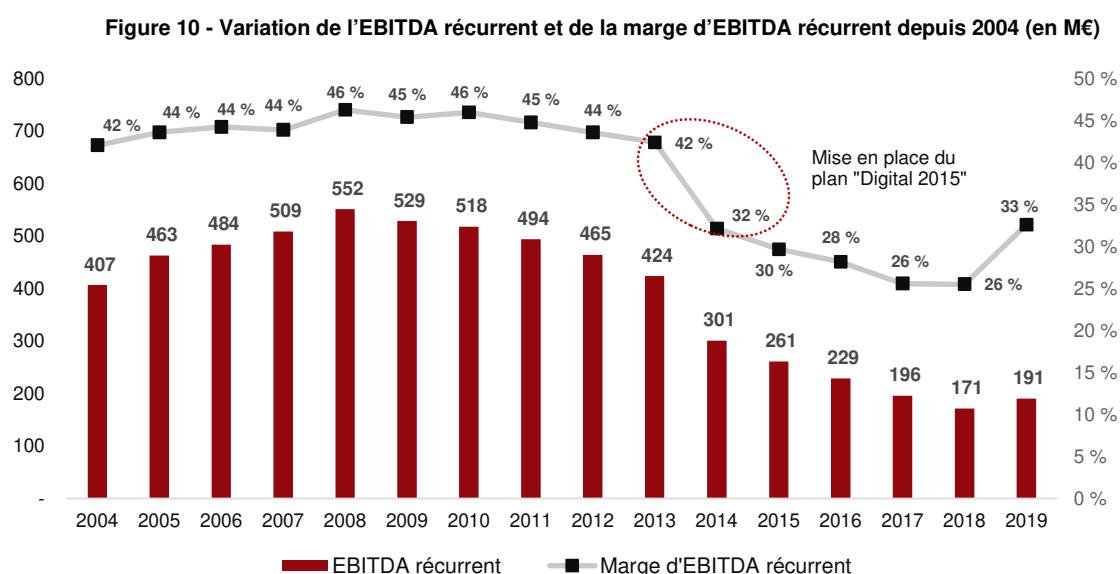
Après un pic atteint en 2008 à près de 1,2Mds€, le chiffre d'affaires connaît une baisse graduelle jusqu'en 2019 pour atteindre 584M€, soit une division par 2 depuis 2008.

La croissance du marché « Digital », ne permet pas d'absorber, en termes de volume de ventes, l'érosion du segment traditionnel « Imprimés » (ventes d'annuaires physiques) qui décroît en moyenne de 20% depuis 2008.



En effet, le marché « Digital » connaît une croissance moyenne de seulement 1% par an depuis 2008 et ses volumes de ventes au 31 décembre 2019 s'élèvent à 521M€, ce qui place l'année 2019 pratiquement au même niveau que l'année 2010 (538M€).

Les parts des segments « Imprimés » et « Digital » dans le chiffre d'affaires total représentent respectivement 11% et 89% du chiffre d'affaires au 31 décembre 2019 contre 60% et 40% au 31 décembre 2008.



Sources : Documents de Référence de 2004 à 2018 et Document d'Enregistrement Universel 2019

L'EBITDA récurrent décroît continuellement depuis 2008, année au cours de laquelle il atteint un pic à 552M€. Entre 2008 et 2019, celui-ci perd au total 361M€.

La marge d'EBITDA récurrent a atteint, quant à elle, un point haut en 2008 et 2010 et s'établit à 46%, avant de connaître une baisse significative, notamment entre 2013 et 2014¹⁷, pour atteindre son point le plus bas en 2018, à 26%, soit une diminution de 20 points.

L'importante amélioration de la marge d'EBITDA récurrent sur 2019, est notamment à mettre en perspective du plan de restructuration initié en 2018 et donc l'effet année pleine de réductions des coûts est visible en 2019, ainsi que par la 1^{ère} application de la norme IFRS 16, améliorant cet agrégat à hauteur de 15,6M€, mais qui n'améliore pas la génération de trésorerie.

Un niveau d'endettement important depuis 2006 et plusieurs restructurations de la dette

Depuis 2006, SOLOCAL a refinancé ou restructuré sa dette à 4 reprises :

- En 2011, avec l'extension partielle de la maturité de novembre 2013 à septembre 2015, en contrepartie notamment d'une émission obligataire de 350M€, de maturité 2018, pour refinancer partiellement la dette ;
- En 2012, avec une deuxième extension de la maturité à septembre 2015 pour la quasi-totalité de la dette bancaire, dans le cadre d'un mandat *ad hoc* ;

¹⁷ Mise en place du plan stratégique « Digital 2015 » qui prévoit notamment des investissements de renforcement de la force commerciale, ainsi que des investissements technologiques et médias.



- En 2014, avec un plan de refinancement comprenant une augmentation de capital de 440M€¹⁸ affectée au remboursement partiel de la dette bancaire au pair en contrepartie d'une nouvelle extension de la maturité à mars 2018 (avec une option de SOLOCAL d'extension de la maturité à mars 2020 sous certaines conditions)¹⁹. Une procédure de conciliation a été ouverte en mars 2014 puis une procédure de Sauvegarde Financière Accélérée en avril 2014 ;
- En 2017, avec une réduction significative du poids de la dette (environ 2/3 de son montant).

Cette opération de restructuration comprenait les 3 étapes suivantes :

Une augmentation de capital :

Celle-ci s'accompagnait du maintien du droit préférentiel de souscription (DPS), pour un montant total de 398,5M€, au prix de souscription de 1 euro par action entraînant ainsi :

- 272 650 250 actions nouvelles ont été souscrites par les actionnaires, soit 272,7M€
- 125 834 531 actions nouvelles ont été souscrites par les créanciers par compensation de créances à hauteur de 125,8M€ ;
- 80 542 087 actions nouvelles ont été souscrites par les créanciers dans le cadre d'une augmentation de capital réservée, avec suppression du DPS, au prix de 4,51€ par action, soit au total 363,2M€.

Une émission obligataire au profit des créanciers :

Emission de 9 067 200 obligations convertibles (« *Mandatory Convertible Bonds* ») au profit des créanciers à une valeur nominale de 2€. Ces obligations ouvraient ainsi droit à l'attribution de 9 067 200 actions au maximum.

Au 31 décembre 2017, 6 226 552 obligations ont été converties.

Une émission d'une nouvelle dette obligataire :

Cette émission obligataire a permis au groupe de récupérer 397,8M€.

Un désendettement qui devait s'amorcer par la restructuration financière de 2017 mais un Plan de Sauvegarde de l'Emploi (PSE) qui a détérioré la situation financière du Groupe.

À la suite de cette dernière opération (mars 2017), la dette nette de la Société a été sensiblement réduite, à 332M€ à fin 2017 et 328M€ fin 2018, contre 1,1Mds€²⁰ au 31 décembre 2016.

Le levier financier a également été amélioré passant de 4,7x²¹ avant l'opération de restructuration à 1,7x²² au 31 décembre 2017 et 1,8x²³ au 31 décembre 2018, permettant au groupe d'éloigner le risque de bris de covenants.

¹⁸ Dont 361M€ au titre d'une augmentation de capital ouverte et 79M€ au titre d'une augmentation de capital réservée à certains créanciers.

¹⁹ Notamment si les obligations sont refinancées à plus de 90% d'ici mars 2018.

²⁰ Selon Document de référence 2017

²¹ Selon Document de référence 2017

²² Selon Documents de référence 2017 et 2018

²³ Selon Document de référence 2018



Cependant, nous rappelons que SOLOCAL GROUP a connu dès 2018 des phases de transformations opérationnelles profondes qui s'inscrivent dans le plan stratégique mis en œuvre par le nouveau Management de SOLOCAL GROUP arrivé en 2017. En effet, pour parvenir à cette transformation, le Management a annoncé au marché en février 2018, la suppression nette de 700 postes en 2018 (800 suppressions et 100 créations) puis 300 suppressions en 2019 (en ce compris les personnes parties dans le cadre de l'extension du congé de mobilité mis en œuvre mi-2019) dans le cadre du plan « SoLocal 2020 » et d'un Plan de Sauvegarde de l'Emploi (PSE). Ces départs concernaient environ 40% de la force commerciale de SOLOCAL GROUP.

Il est important de noter que les décaissements non récurrents relatifs principalement au PSE 2018 ont réduit les marges de manœuvre de la Société. En 2019, la Société et ses filiales ont décaissé 155M€ de charges non récurrentes. En complément de la trésorerie, générée par l'activité, la Société a diversifié ses moyens de financement avec 50M€ de Crédit Revolving (ci-après « RCF») et 8M€ de ligne de BFR. Par ailleurs, une *Equity line* a été émise fin novembre 2019 et a permis de lever 17,4M€ au 31 décembre 2019. De plus, les coûts non récurrents à décaisser par la Société et ses filiales en 2020 s'élèveront à environ 60M€ et continueront de peser sur ses flux de trésorerie.

Ainsi, ce plan qui a coûté au total environ 215M€ est aussi une des causes des faibles performances observées au T3 2018 (fort recul des ventes totales de -22,8% et du chiffre d'affaires total de -9,8%), étant précisé que cette publication a eu un impact significatif sur le cours de bourse de la Société (-22,5% sur les deux séances de bourse consécutives) et de la dégradation de la situation financière de la Société.

Au 31 décembre 2019, SOLOCAL affiche une situation financière qui reflète les coûts engagés pour sa restructuration, et qui a accru sa dette avec notamment :

- Une dette nette de 422M€²⁴, en hausse par rapport à 2018 à la suite de la mise en place d'une nouvelle ligne de crédit revolving de 50M€ et aux décaissements non récurrents engagés dans le cadre du PSE annoncé en 2018 comme indiqué ci-avant ;
- Un levier financier de 2,3x²⁵ (covenants de 3,5x respectés au 31 décembre 2019) ;
- Un EBITDA récurrent en hausse à 191M€²⁶.

La crise du Covid-19 a amplifié les difficultés financières du groupe.

À la suite de la crise sanitaire du Covid-19, le Groupe, qui avait une trésorerie tendue, a été durement frappé. Après une première analyse de l'activité sur les mois de mars, avril et mai, le groupe a anticipé une baisse de son chiffre d'affaires 2020 de l'ordre de 20%²⁷, ainsi qu'un effet négatif qui se prolongera sur l'année 2021.

En date du 18 mai 2020, le Groupe a émis un nouveau communiqué de presse²⁸, détaillant les impacts attendus de la crise sanitaire sur son activité en 2020 et sur ses besoins de trésorerie à court terme.

Ainsi, SOLOCAL a enregistré un repli d'environ 55% de ses prises de commande au cours de la période de confinement et anticipe un retour graduel à un niveau d'activité normal. Dans ce contexte, le groupe estime que ses ventes pour 2020 enregistreront un recul de près de 100M€ en

²⁴ Hors dettes locatives liées à IFRS 16

²⁵ Le levier financier ne prend pas en compte IFRS 16

²⁶ L'EBITDA récurrent hors IFRS 16 s'élève à 175M€

²⁷ Document d'Enregistrement Universel 2019

²⁸ Communiqué de presse SOLOCAL du 18 mai 2020



2020 par rapport à 2019. Cette baisse de chiffre d'affaires sera partiellement contrebalancée par « *des réductions de coûts et le bénéfice des mesures de soutien à l'économie annoncées par le gouvernement, pour un montant cumulé d'environ 40M€²⁹* ».

En termes de trésorerie déjà tendue, les effets de la crise sanitaire se font déjà ressentir sur 2020, avec la réduction des encaissements d'environ 25% par mois par rapport à la même période en 2019. Les besoins de liquidités du groupe se détaillent de la façon suivante :

- 40 millions d'euros³⁰ d'ici fin 2020 ;
- 35 millions d'euros³¹ complémentaires au cours du premier semestre 2021.

Ces besoins de trésorerie ne tiennent pas compte du paiement des intérêts de la dette obligataire (environ 10M€ par trimestre), ni du remboursement du « *passif fiscal et social généré à fin avril 2020 (32M€)³²* ».

²⁹ Communiqué de presse SOLOCAL du 18 mai 2020

³⁰ Communiqué de presse SOLOCAL du 18 mai 2020

³¹ Communiqué de presse SOLOCAL du 18 mai 2020

³² Communiqué de presse SOLOCAL du 18 mai 2020



1.5.1.1 Présentation du compte de résultat consolidé

Figure 11 - Compte de résultat consolidé de 2016 à 2019

En M€	31/12/2016*	31/12/2017*	31/12/2018*	31/12/2019
Digital (Internet)	648,7	644,9	572,0	520,5
% variation		(0,6%)	(11,3%)	(9,0%)
Imprimés	163,5	120,0	98,4	63,6
% variation		(26,6%)	(18,0%)	(35,4%)
Chiffre d'affaires consolidé ⁽¹⁾	812,3	764,9	670,4	584,1
% variation		(5,8%)	(12,4%)	(12,9%)
Marge brute	812,3	764,9	670,4	584,1
Charges externes nettes	(214,8)	(198,6)	(197,1)	(143,4)
Frais de personnel	(368,5)	(373,1)	(304,7)	(249,6)
Autres coûts non récurrents nets	(5,1)	(13,3)	(164,0)	(23,5)
EBITDA consolidé	223,9	180,0	4,6	167,6
<i>Dont coûts de restructuration ou activités désengagées</i>	<i>(5,1)</i>	<i>(16,0)</i>	<i>(166,5)</i>	<i>(23,0)</i>
% du CA	27,6%	23,5%	0,7%	28,7%
EBITDA récurrent des activités poursuivies ⁽²⁾	229,0	196,0	171,1	190,6
% du CA	28,2%	25,6%	25,5%	32,6%
IFRS 16	--	--	--	(15,6)
EBITDA récurrent hors IFRS 16 ⁽³⁾	229,0	196,0	171,1	175,0
% du CA			25,5%	30,0%
D&A	(60,6)	(53,5)	(62,0)	(71,0)
% du CA	7,5%	7,0%	9,2%	12,2%
Résultat opérationnel courant	163,3	126,5	(57,4)	96,6
% du CA	20,1%	16,5%	(8,6%)	16,5%
Autres produits et charges opérationnels non courants	--	--	--	--
Résultat opérationnel	163,3	126,5	(57,4)	96,6
% du CA	20,1%	16,5%	(8,6%)	16,5%
Résultat financier	(73,8)	237,6	(36,7)	(44,8)
Impôt	(40,4)	(28,6)	12,9	(19,7)
Résultat après impôts	49,0	335,5	(81,2)	32,1
Résultat Net part du groupe	49,0	335,5	(81,2)	32,1
% du CA	6,0 %	43,9 %	(12,1)%	5,5 %

⁽¹⁾ Y compris le chiffre d'affaires réalisé sur les activités dont la société s'est désengagée

⁽²⁾ Avant prise en compte des éléments non récurrents tels que les frais de restructuration

⁽³⁾ Agrégat retraité de l'impact de la norme IFRS 16 en 2019

* chiffres consolidés tels qu'ils apparaissent dans les Documents de Référence 2016, 2017 et 2018 (non retraité notamment de l'impact d'IFRS 16, d'IFRS 15 et IFRS 9)

Sources : Documents de Référence 2016, 2017 et 2018 et Document d'Enregistrement Universel 2019

L'année 2019 est marquée par un net recul des ventes de la Société, puisque celles-ci sont en recul de près de 13% par rapport à 2018.

L'activité Digital, connaît un repli de près de 9% de ses ventes sur cet exercice et ne permet pas de compenser la décroissance du segment historique.



Cette contre-performance s'explique principalement par la mutation en cours au niveau des offres du Groupe (nouveau *business model* axé autour des abonnements avec renouvellement automatique), ce qui a contribué à désorganiser la force de vente et par l'impact du recul des prises de commandes sur le 4^{ème} trimestre 2018 consécutif notamment au départ de près de 400 personnes au sein de la force de vente, décidé dans le cadre du plan de restructuration. Ainsi, l'année 2019, peut être considérée comme une année de transition.

Par ailleurs, le groupe a indiqué être en retard sur ses objectifs de migration de clients historiques. A fin 2019, 35%³³ du parc de clients avait migré sur les nouvelles offres et le poids dans le chiffre d'affaires total du groupe de cette activité atteint presque 90%.

L'activité Imprimés, activité historique du groupe accuse également une baisse de plus du tiers de son chiffre d'affaires et ne représente plus que 11% de l'activité de SOLOCAL au 31 décembre 2019. Cela s'explique par la volonté du groupe de proposer à horizon 2021 une offre 100% digitale, conformément au plan stratégique « Solocal 2020 » et ainsi mettre fin à l'offre d'annuaires imprimés.

En ce qui concerne l'EBITDA consolidé, la bonne performance de 2019 est à relativiser. En effet, comme déjà évoqué, la performance de l'année 2018 est grevée d'importants coûts de restructuration, à hauteur de 164M€, bénéficie d'un effet année pleine des réductions des coûts initiées en 2018 et de l'effet de la 1^{ère} application de la norme IFRS 16.

Ainsi, si l'on se place au niveau de l'EBITDA récurrent hors IFRS 16, nous ne constatons plus qu'une légère hausse de cet agrégat sur 2019 (+3,9M€).

Le résultat financier s'élève à -44,8M€ contre -36,7M€ au 31 décembre 2018. Celui-ci se compose principalement de charges d'intérêts sur dettes financières (pour respectivement 38,5M€ et 32,2M€) et concerne principalement l'emprunt obligataire de 397,8M€ (émis en 2017), ainsi que le crédit revolving (RCF ci-après) mis progressivement en place en 2019 (tiré à hauteur de 50M€ au 31 décembre 2019) et la mise en place d'une ligne de besoin en fonds de roulement.

1.5.1.2 Présentation du bilan consolidé

Figure 12 - Bilan consolidé synthétique du 31/12/2016 au 31/12/2019

En M€	31/12/2016*	31/12/2017*	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2019**
Actifs immobilisés	257	235	215	270	201
Autres actifs/(passifs)	(76)	(64)	16	14	14
BFR	(114)	(52)	(191)	(136)	(163)
Capitaux propres (total)	(1 286)	(506)	(679)	(639)	(632)
Provisions	256	292	391	261	262
Dette nette	1 097	332	328	526	422

* chiffres consolidés tels qu'ils apparaissent dans les Documents de référence 2016, 2017 et 2018 (non retraité notamment de l'impact d'IFRS 16, d'IFRS 15 et IFRS 9)

** chiffres consolidés 2019 hors IFRS 16

Sources : Documents de Référence 2016, 2017, 2018 et Document d'Enregistrement Universel 2019

³³ Communiqué de presse SOLOCAL du 27 février 2020.



Le bilan de SOLOCAL s'est dégradé sur 2019, sous l'effet conjugué d'un ralentissement d'activité sur 2019, ainsi que du décaissement des sommes allouées dans le cadre du Plan de Sauvegarde de l'Emploi (PSE).

Ainsi, l'**endettement financier net (hors IFRS 16³⁴)** du groupe est passé de 327M€ en 2018 à 422M€ en 2019, ce qui s'explique en grande partie par le décaissement cumulés de 164M€ depuis 2018 (relatif à l'exécution du PSE), entraînant une hausse du levier financier de 1,8x à 2,3x au 31 décembre 2019.

Le besoin en fonds de roulement (BFR) de la Société est structurellement négatif (-136M€ à fin 2019), ce qui est inhérent à son *business model* et à l'importance des passifs sur contrats³⁵ liés aux ventes d'insertions publicitaires (Internet et Imprimés) qui couvrent généralement des périodes pouvant aller jusqu'à 12 mois.

Ainsi, entre le 31 décembre 2018 et le 31 décembre 2019, ces derniers diminuent de plus de 163 millions d'euros et s'établissent désormais à 194,1M€ contre 357,5M€ l'année précédente. Cela s'explique principalement par des changements de modalités de facturation, et par la baisse du niveau d'activité du segment Imprimés ainsi que par l'évolution du mix produits vers les produits digitaux (au lieu des produits internet) pour lesquels la durée de vie est cependant plus courte.

Les capitaux propres sont négatifs depuis 2006 et le sont restés, malgré les différentes opérations de restructuration. Au 31 décembre 2019, ils s'élèvent à -639M€.

Les actifs immobilisés s'élèvent à 269,6M€ et se composent notamment de 90,5M€ d'immobilisations incorporelles nettes (logiciels), de 88,9M€ d'écarts d'acquisition nets (dépréciés à hauteur de 76,7M€), de 69,3M€ de droits d'utilisation (dans le cadre d'IFRS 16) et 21M€ d'immobilisations corporelles.

³⁴ Impact de la norme IFRS 16 sur les obligations locatives de 104,1M€ au 31 décembre 2019.

³⁵ Principalement constitués des avances nettes reçues des clients facturés en avance et reconnues en produits ultérieurement.



1.5.1.3 Analyse de l'endettement financier du groupe

L'évolution de l'endettement net et le coût de l'endettement³⁶ du groupe se présente comme suit :

Figure 13 - Endettement du groupe du 31/12/2016 au 31/12/2019

En M€	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	Taux de la dette	Échéance
Trésorerie	91,1	87,5	81,6	41,6		
Trésorerie brute			81,6	41,6		
Emprunt bancaire	783,6	-	-	-		
Dette obligataire	337,8	397,8	397,8	397,8	EURIBOR 3 mois (floor rate à 1%) + marge de : 9% si Ratio de Levier (R) > 2 7% si 2 > ou égal R > 1,5 6% si 1,5 > ou égal R > 1 5% si 1 > ou égal R > 0,5 3% si R < ou égal à 1	mars-22
Crédit revolving tiré (RCF)	38,4	--	--	50,0	RCF : EURIBOR + marge de 4,5% Ancillary : EURIBOR + marge de 5% et 3,5% de "facility fees" annuel	mars 2022 si la dette obligataire est remboursée à son terme, septembre 2021 autrement
Obligations locatives IFRS 16	--	--	--	104,1		
Intérêts courus/Découverts bancaires/Autres	28,0	21,3	11,4	15,7		
Endettement financier brut			409,3	567,7		
Endettement financier net	(1 096,8)	(331,6)	(327,6)	(526,1)		
Endettement financier net (hors IFRS 16)	(1 096,8)	(331,6)	(327,6)	(422,0)		

Sources : Document d'Enregistrement Universel 2019, Documents de Référence de 2016 à 2019

L'emprunt obligataire est remboursable intégralement à échéance (*in fine*), en mars 2022. Le taux à appliquer est l'EURIBOR 3 mois (au minimum 1%) ajusté d'une marge qui évolue en fonction du ratio de levier financier (R) (cf. tableau ci-dessus).

Cet emprunt est également soumis à un covenant bancaire qui précise que le ratio de levier doit être inférieur à 3,5x³⁷.

Au 31 décembre 2019, ce ratio était respecté (2,3x).

Evolution de la cotation de la dette obligataire

L'évolution du cours de cette dette obligataire est présentée ci-dessous. La forte baisse qui a débuté en mars 2020 lorsque SOLOCAL a annoncé la suspension du paiement du coupon de mars 2020 et que le gouvernement a annoncé les mesures de confinement illustre les fortes anticipations négatives du marché quant à la capacité de SOLOCAL à faire face à ses échéances futures.

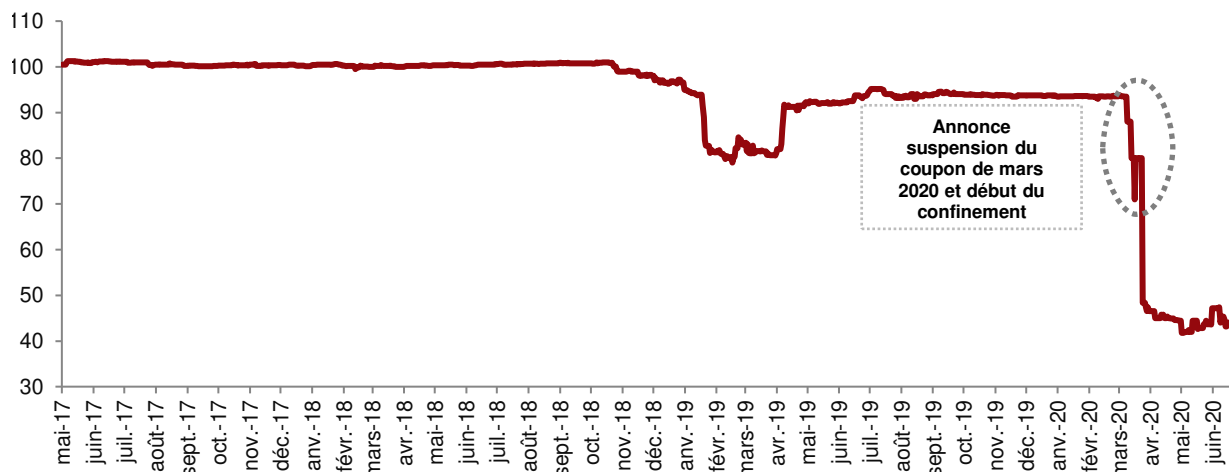
A fin juin 2020, la dette obligataire du groupe ne cote plus qu'environ 42% de sa valeur nominale, attestant du caractère spéculatif de celle-ci.

³⁶ Tel qu'il ressort du Document d'Enregistrement Universel 2019.

³⁷ Document d'Enregistrement Universel 2019



Figure 14 - Evolution de la cotation de l'obligation de SoLOCAL Group (maturité 15 mars 2022)



Source : Capital IQ

S'agissant d'un marché de gré à gré, nous ne disposons pas d'information sur les volumes d'échange. Il convient néanmoins de rappeler que les porteurs d'obligations qui participent aux négociations représentent la grande majorité de la dette obligataire, dès lors on présume que de par les restrictions résultant de leurs engagements en qualité d'initié, ils n'ont pu agir sur le marché. Aussi les volumes d'échanges depuis le démarrage des négociations avec les créanciers sont très probablement limités.

Evolution de la notation de la dette obligataire depuis 2017

La dette de SOLOCAL est suivie par les agences de notation MOODY'S et FITCH.

A la date de l'émission de la dette obligataire, MOODY'S et FITCH ont initialement classé la dette de la société SOLOCAL dans la catégorie « spéculative », ce qui se poursuit au 31 décembre 2019 mais les dégradations successives signifient une nette augmentation du risque de défaut. Les dégradations de la note sont notamment justifiées par :

- D'importants coûts de restructuration opérationnels qui limitent la génération de trésorerie disponible ;
- Le faible profil de liquidité de SOLOCAL ;
- La contraction d'une dette « super senior », ainsi la dette obligataire contractée initialement ne constitue plus la tranche unique de dette dans la structure du capital, de plus elle est maintenant subordonnée à cette nouvelle dette ;
- Le non-paiement du coupon obligataire de 10M€ dû au 15 mars 2020.

D'autre part, la faible marge de manœuvre sur la liquidité dont dispose l'entreprise pourrait être mise à mal par une baisse des prises de commandes digitales et par la détérioration du fonds de roulement dues à la crise du Covid-19.

La notation de SOLOCAL, visant la solidité financière et la probabilité de défaut, a été dégradée à 2 reprises par les 2 agences depuis début 2019 :



Figure 15 - Evolution de la notation de la dette obligataire

Date	Agence	Upgrade / Downgrade	Rating	Commentaires
29/03/2017	Fitch	n.a.	B	Compte tenu de la durée de cinq ans des obligations "senior secured" de 398M€ et de l'anticipation d'une marge de Free Cash Flows confortable, Fitch considère que la direction a les moyens à sa disposition pour gérer le risque de refinancement futur.
27/07/2017	Moody's	n.a.	B3	La note B3 attribuée à la dette "senior secured" de 398 M€ reflète notamment le fait que la dette obligataire représente la seule tranche de dette financière dans la structure du capital de la Société. Les perspectives associées sont positives.
19/02/2019	Fitch	↓	B à B-	La dégradation de la note et les perspectives négatives sont motivées par des problèmes de liquidité étant donné la marge de liquidité limitée, résultant notamment de l'exécution du plan de restructuration.
28/02/2019	Moody's	↓	B3 à Caa2	La liquidité de Solocal ne paraît pas suffisante pour faire face aux importantes sorties de trésorerie dans le cadre du plan de restructuration en 2019. De plus, Solocal a signé une nouvelle facilité de crédit "super senior" et donc la dette de 398M€ ne constitue plus la tranche unique de dette dans la structure du capital. Les perspectives associées sont négatives.
19/03/2020	Moody's	↓	Caa2 à Ca	La dégradation de la note intervient à la suite de la décision de la Société de suspendre le paiement du coupon trimestriel de 10 M€ qui était dû le 16 mars 2020. Les perspectives associées sont négatives.
19/03/2020	Fitch	↓	B- à CC	L'abaissement de la note reflète une augmentation importante du risque de défaillance de Solocal notamment dû au non-paiement de son coupon obligataire du 15 mars 2020. La société de notation s'attend à ce que Solocal entame des discussions pour négocier une renonciation ou un accord de statu quo sur les paiements dus pour le reste de 2020.

Sources : Sites Internet Moody's et Fitch

Les récentes dégradations de la note intervenues suite au défaut de paiement du coupon obligataire le 15 mars 2020, transcrivent l'incertitude des agences de notation quant à la capacité de SOLOCAL à réussir à rembourser sa dette et traduisent un risque de défaut élevé. Compte tenu de son obligation de faire face aux paiements dans le cadre du plan de licenciement, en l'absence de concessions de la part des créanciers financiers, l'entreprise pourrait facilement ne plus pouvoir financer son « *business* ».

La ligne de crédit revolving (RCF) est intégralement tirée au 31 décembre 2019, ce qui représente un total de 50M€, avec une date de maturité à mars 2022.

Cette ligne de crédit a été signée de manière successive :

- 15M€ ont été signés en février 2019 auprès de 2 partenaires bancaires ;
- 25M€ de complément ont été signés en juillet 2019 ;
- 10M€ signés en date du 12 décembre 2019.

Les modalités financières de cet emprunt sont détaillées dans le tableau ci-dessus « *Endettement du groupe du 31/12/2016 au 31/12/2019* ».



1.5.1.4 Tableau des flux de trésorerie de 2016 à 2019

Figure 16 - Tableau des flux de trésorerie consolidés de 2016 à 2019

En M€	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019
Résultat net consolidé part du Groupe	49	336	(81)	32
Flux nets générés par l'activité	100	28	49	(75)
Flux nets affectés aux opérations d'investissement	(64)	(42)	(51)	(41)
Flux nets liés aux opérations de financement	2	9	(3)	76
Variation nette de trésorerie	38	(5)	(5)	(40)
Trésorerie à l'ouverture	53	91	86	82
Trésorerie à la clôture	91	86	82	41

* chiffres consolidés tels qu'ils apparaissent dans les Documents de référence 2016, 2017 et 2018 (non retraités notamment de l'impact d'IFRS 1

** chiffres consolidés qui prennent en compte l'impact de la norme IFRS16

Sources : Documents de Référence 2016, 2017, 2018 et Document d'Enregistrement Universel 2019

Ce tableau présente une vision synthétique des flux de trésorerie pour les exercices 2016 à 2019 qui traduisent les éléments issus de l'analyse des comptes de résultat et bilans historiques ci-dessus.

Il est possible de constater que les flux nets de trésorerie générés par l'activité s'érodent rapidement depuis 2016.

Sur 2019, les flux nets générés par l'activité sont négatifs et subissent notamment l'impact des décaissements engagés dans le cadre de Plan de Sauvegarde de l'Emploi (PSE). Par ailleurs, la hausse des flux nets liés aux opérations de financement est notamment relative à la mise en place d'une ligne de crédit revolving (RCF), tirée à hauteur de 50M€ au 31 décembre 2019.

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

1.5.2 Analyse de la situation financière du Groupe à fin décembre 2019

A la suite de l'apparition et la diffusion du virus Covid-19 ainsi que les mesures de confinement prises par le gouvernement français, l'activité de SOLOCAL a été significativement impactée. L'ampleur de cet impact étant encore incertain, le groupe a pris la décision de suspendre ses prévisions sur 2020 précédemment communiquées.

Néanmoins, en date du 22 avril 2020, après une première analyse de l'activité sur les mois de mars, avril et mai, le groupe communique sur son anticipation d'une baisse de son chiffre d'affaires 2020 de l'ordre de 20%³⁸, ainsi qu'un effet négatif qui se prolongera sur l'année 2021.

Cette baisse attendue du chiffre d'affaires sera en partie compensée par des réductions de coûts décidées avant la crise sanitaire et par le bénéfice des mesures de soutien à l'économie décidées par le gouvernement (notamment les mesures de prise en charge des salariés en chômage partiel). L'ensemble de ces éléments permettront au groupe de réaliser des économies de l'ordre de 40M€³⁹ en 2020.

³⁸ Document d'Enregistrement Universel SOLOCAL 2019.

³⁹ Document d'Enregistrement Universel 2019.



2. Présentation des motifs et termes de l'Opération

2.1 Motifs de l'Opération

Dans son communiqué en date du 16 mars 2020, la Société a fait part au marché de l'incertitude quant aux difficultés auxquelles pourrait faire face le Groupe du fait de la crise sanitaire du Covid-19. Elle a ainsi indiqué avoir mis en place des mesures préventives visant à anticiper les conséquences de cette crise sur le Groupe et notamment la suspension du paiement de ses coupons obligataires dus le 15 mars 2020 au titre des obligations à échéance mars 2022 (ci-après les « **Obligations 2022** »).

A la suite de ce communiqué, la Société a annoncé le 19 mars 2020 l'ouverture d'une procédure de conciliation, débutant le 16 mars 2020 pour une durée de 4 mois, sous l'égide de la SELARL FHB, représentée par Maître HELENE BOURBOULOUX, en qualité de conciliateur. L'ouverture de cette procédure vise à encadrer au mieux les discussions avec les créanciers suites au non-paiement des coupons dus aux créanciers obligataires (ci-après les « **Obligataires** »).

Le Management de la Société a par la suite affiné son estimation des besoins de liquidités du Groupe au regard de l'impact attendu de la crise sanitaire. Il ressort de cette analyse un besoin de 40M€ dès l'été 2020 et de 35M€ au titre du premier semestre 2021, soit un total de 75M€. Ce montant n'intègre néanmoins ni le paiement des intérêts des Obligations 2022 (environ 10M€ par trimestre), ni le remboursement du passif fiscal et social d'un montant de 32M€ généré au niveau de la filiale SOLOCAL SA de la Société à fin avril 2020.

Dans ce contexte, la Société est entrée en négociation avec le Comité représentant les porteurs d'Obligations 2022 (ci-après le « **Comité des Obligataires** ») représentant 81,3% de la masse des obligataires :

Figure 17 - SoLOCAL – Détention des Obligations 2022

Actionnaires	Montant nominal de la dette	
	M€	%
GoldenTree Asset Management LP et fonds affiliés	123,0	30,9%
Autres membres du Comité des Obligataires	200,3	50,3%
Comité des Obligataires	323,2	81,3%
Créanciers non identifiés	74,6	18,7%
Total	397,8	100,0%

Source: Société

Cette négociation a été conduite en présence des représentants du Comité des Obligataires, des créanciers RCF, du conciliateur et du Comité Interministériel de Restructuration Industrielle.

A l'issue de ces négociations, les parties se sont entendues sur un projet de plan de sauvegarde modifié (ci-après le « **Plan de Sauvegarde Modifié** ») sur lequel repose la présente Opération et qui reflète la solution privilégiée par la Société pour financer son activité sur les 12 prochains mois. Les modalités de ce Plan de Sauvegarde Modifié seront soumises au vote de l'Assemblée générale des créanciers obligataires prévue le 13 juillet 2020 et de celle des actionnaires prévue le 24 juillet 2020. Ce plan devrait être arrêté par le Tribunal de Commerce de Nanterre au cours de la semaine du 27 juillet 2020.



Aussi, sous réserve de l'approbation du Plan de Sauvegarde Modifié par le comité des créanciers, par l'assemblée générale unique des obligataires et par l'Assemblée générale des actionnaires et l'arrêté du projet de Plan de Sauvegarde Modifié, la Société pourra procéder à une restructuration financière lui permettant de réduire significativement sa dette et d'avoir accès à des liquidités.

Au cas d'espèce, les principales modalités de la restructuration envisagée dans le cadre de ce projet de plan ont été fixées dans le cadre d'un protocole d'accord, le « Restructuring Termsheet » (ci-après le « **Protocole d'accord** ») entre la Société, le Comité des Obligataires et les porteurs de RCF, signé par les parties le 3 juillet 2020, dont les principales modalités sont reprises dans le Rapport du Conseil d'administration à l'Assemblée générale mixte de SOLOCAL GROUP du 24 juillet 2020.

L'objectif premier du Protocole d'accord est de permettre au Groupe d'obtenir des liquidités pour un minimum de 117M€, montant couvrant les besoins de liquidité anticipés du Groupe sur les 12 prochains mois. Ce montant serait obtenu au travers :

- Des liquidités qui seraient perçues au titre du paiement en espèce des prix de souscription des augmentations de capital envisagées, soit un minimum de 85M€ ;
- De l'obtention d'un Prêt Garanti par l'Etat (ci-après le « **PGE** ») à hauteur de 32M€, dont il est important de relever que son obtention est conditionnée à une restructuration préalable de la dette du Groupe. Cette ligne de financement additionnelle, dont l'obtention n'est pas assurée à ce jour, est intégralement garantie par certains créanciers obligataires. Cette ligne sera tirée après l'Assemblée générale des actionnaires pour permettre au Groupe d'assurer ses besoins de trésorerie.

L'Opération envisagée permettrait également d'alléger le poids de la dette du Groupe :

- Le montant des Obligations 2022 serait ramené de 429,3M€⁴⁰ à un montant compris dans une fourchette de 168M€ à 185M€ post-Opération. Une dette obligataire additionnelle pourrait devoir être considérée dans le cas de l'éventuelle mise en œuvre du mécanisme de garantie du PGE (§2.3.10) ;
- Le montant résiduel du RCF pourrait quant à lui être réduit jusqu'à 10,3M€.

Nous comprenons par ailleurs que la Société et ses créanciers ont négocié un accord qui impliquerait l'engagement de ces derniers à financer les besoins de liquidité nécessaires pour les 12 prochains mois dans l'hypothèse d'un règlement judiciaire consécutif au rejet de cette Opération par les actionnaires. A la date du présent rapport, cet accord est en cours de finalisation. Le présent rapport ne couvre pas l'analyse de l'incidence pour les actionnaires d'un tel scénario.

2.2 Conditions à la réalisation de l'Opération

Les conditions suspensives à la réalisation de l'Opération sont précisées dans le Rapport du Conseil d'administration à l'Assemblée générale mixte de SOLOCAL GROUP du 24 juillet 2020 :

- L'approbation par l'Assemblée générale des résolutions nécessaires à la mise en œuvre du Plan de Sauvegarde Modifié, à savoir, en particulier, la mise en œuvre :

⁴⁰ Soit 397,8M€ de valeur nominale et 32M€ de coupons et d'intérêts courus au 30 septembre 2020.



- d' une réduction de capital par voie de diminution à un 1 centime d' euro de la valeur nominale unitaire des actions de la Société ;
- des émissions envisagées subséquemment ;
- La réalisation effective de l'Opération de réduction de capital susmentionnée ;
- L'obtention d'une décision de l'Autorité des Marchés Financiers, confirmant l'absence d'obligation pour GOLDENTREE de déposer une quelconque offre publique du fait des opérations relatives à la restructuration ;
- La délivrance par l'AMF de son approbation sur le prospectus relatif aux augmentations de capital objets des 16^e résolution à 18^e résolution et 20^e résolution ;
- L'arrêté du Plan de Sauvegarde Modifié de la Société par le Tribunal de Commerce de Nanterre.

2.3 Description de l'Opération

Le projet de restructuration envisagé regroupe plusieurs opérations qui sont interdépendantes sur un plan juridique et que nous présentons ci-après :

- Une réduction préalable de la valeur nominale de l'action SOLOCAL de 0,1€ à 0,01€ (§2.3.1) ;
- Une augmentation de capital d'un montant maximal, prime d'émission incluse, de 17M€, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires, au bénéfice des Obligataires au prix de souscription de 0,08€ par action, par voie de compensation de créances (§2.3.2) ;
- Une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription d'un montant de 329,5M€, pouvant être porté jusqu'à 386,4M€, au prix de souscription de 0,03€ par action, par voie de compensation de créances ou en espèces (§2.3.3) ;
- Une augmentation de capital de 13M€, avec suppression du droit préférentiel de souscription au prix de souscription de 0,0354€ par action, par voie de compensation de créances (§2.3.4) ;
- L'émission d'un nombre maximum de 627 041 466 actions qui seront attribuées gratuitement par la Société aux actionnaires existants préalablement à l'Opération (§2.3.5) ;
- L'opération de regroupement d'actions devant intervenir à l'issue des opérations susvisées (§ 2.3.6) ;
- L'autorisation donnée au Conseil d'administration de procéder à une augmentation de capital de 10M€ avec suppression du droit préférentiel de souscription sur la base d'un prix de souscription égal au prix moyen pondéré par les volumes appliqué aux 30 jours de négociation consécutifs précédant immédiatement le 5^{ème} jour de négociation précédant la date d'émission (§2.3.7).

Nous analyserons également les modalités de l'Opération portant sur :

- Les modalités prévues de remboursement des Obligations 2022 (§2.3.8) ;



- Les caractéristiques des obligations réintégrées postérieurement à l'Opération (§2.3.9) ;
- Le mécanisme de garantie accordée par certains créanciers en cas de non-obtention d'un PGE de 32M€ (ou d'un PGE d'un montant inférieur) (§2.3.10) ;
- Les amendements des modalités du RCF post-Opération (§2.3.11) ;
- La gouvernance (§2.3.12) ;
- Les clauses d'engagement de conservation prises dans le cadre de l'Opération.

2.3.1 Réduction préalable de la valeur nominale de l'Action

Dans le cadre du projet de restructuration, il est prévu qu'une réduction de capital non motivée par des pertes intervienne en amont de l'Opération. Cette opération, qui réduirait le nominal de l'action à 0,01€, a pour but de permettre la libération du capital, du fait de prix de souscription des augmentations de capital envisagées inférieurs à la valeur nominale actuelle de l'action (0,1€).

2.3.2 Augmentation de capital réservée aux obligataires

La première étape du projet consiste en une augmentation de capital réservée aux porteurs Obligataires (ci-après l'« **Augmentation Créanciers** ») d'un montant maximum de 17M€ au prix de souscription de 0,08€ :

- La souscription de l'Augmentation Créanciers serait réalisée au prorata de l'exposition de chaque Obligataire dans la masse des Obligataires pouvant souscrire l'Augmentation Créanciers - *i.e.* la masse totale des Obligataires diminuée de la masse relative aux Obligataires qui renonceraient à faire valoir leur droit à participer à l'Augmentation Créanciers ;
- GOLDENTREE a pris l'engagement de souscrire à l'Augmentation Créanciers à hauteur de 10,5M€. Dès lors le montant de cette augmentation de capital serait compris dans une fourchette de 10,5M€ à 17M€ ;
- La souscription à cette augmentation de capital s'effectuerait uniquement par voie de compensation de créances relatives aux Obligations 2022 (nominal et dette d'intérêts) ;
- Les Obligataires qui viendraient à participer à cette augmentation de capital prendraient l'engagement de souscrire à titre irréductible l'Augmentation Actions Nouvelles (voir ci-après - §2.3.3), étant précisé que cette souscription devrait également être réalisée par voie de compensation de créances relatives aux Obligations 2022.

Sur cette base :

- La dette obligataire serait réduite d'un montant compris entre 10,5M€ et 17M€ ;
- Le nombre d'actions émises dans le cadre de l'Augmentation Créanciers s'établirait dans une fourchette de 131,3 millions à 212,5 millions et les souscripteurs de cette augmentation représenteront entre 17,3% et 25,3% du capital à ce stade préliminaire de l'Opération :



Figure 18 - Effet de dilution de l'Augmentation Créanciers

En M€		Min	Max
Montant	(a)	10,5	17,0
Prix d'exercice (€)	(b)	0,08	0,08
Nombre d'actions émises	(c)=(a)/(b)	131,3	212,5
Nombre d'actions existantes total	(d)	627,0	627,0
Nombre d'actions post Augmentation Créanciers	(e)=(c)+(d)	758,3	839,5
Actionnaires existants (yc autodétention)	(f)=(d)/(e)	82,7%	74,7%
Souscripteurs Augmentation Créanciers	(g)=(c)/(e)	17,3%	25,3%

Source : Documentation publique et analyse Finexsi

2.3.3 Augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription

Il est prévu, à la suite de l'Augmentation Créanciers, une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription (ci-après l'« **Augmentation Actions Nouvelles** ») d'un montant de 329,5M€, pouvant être portée à un montant supérieur tel que décrit ci-après, au prix de souscription 0,03€ par action :

- La parité de souscription de l'Augmentation Actions Nouvelles serait fixé à :
 - 13 Actions Nouvelles pour une action existante dans le cas d'une Augmentation Créanciers souscrite à 17M€ ;
 - 44 Actions Nouvelles pour trois actions existantes dans le cas d'une Augmentation Créanciers souscrite à 10,5M€.
- Le montant de cette augmentation de capital serait automatiquement augmenté à due concurrence du montant de l'Augmentation Créanciers qui n'aurait pas été souscrite. Ainsi du fait de l'engagement de GOLDENTREE de souscrire l'Augmentation Créanciers, ce montant additionnel s'établirait au maximum à 6,5M€⁴¹, ce qui porterait l'Augmentation Actions Nouvelles à un montant de 336M€ ;
- La souscription de l'Augmentation Actions Nouvelles par les porteurs d'obligations, devenus actionnaires lors de l'Augmentation Créanciers, serait assurée à hauteur des droits préférentiels de souscription qui leur seraient attribués, du fait de l'engagement pris préalablement (§2.3.2). Cette souscription devrait être réalisée par voie de compensation de créances relatives aux Obligations 2022 ;

⁴¹ 17M€ (montant maximum de l'Augmentation Créanciers) – 10,5M€ (souscription de GOLDENTREE à l'Augmentation Créanciers) = 6,5M€.

- Les Obligataires viendraient en garantie de cette augmentation de capital à hauteur du montant qui ne serait pas souscrit par les actionnaires, *i.e.* le montant de l'augmentation de capital non souscrit par les porteurs d'obligations devenus actionnaires lors de l'Augmentation Créanciers. La garantie se décompose en deux tranches :
 - Un montant de 85M€, net de la Commission de Soutien éventuellement payée (tel que ce terme est défini ci-après), serait garanti en espèce par le Comité des Obligataires, étant précisé que cette garantie ne viendrait à s'appliquer :
 - Que dans le cas où la souscription en espèce de l'Augmentation Actions Nouvelles, net de la Commission de Soutien, serait inférieure à 85M€ ;
 - Et uniquement à hauteur du différentiel entre 85M€ et le montant net de la Commission de Soutien effectivement souscrit par les actionnaires.
 - Ce mécanisme garantit ainsi l'obtention par la Société de 85M€ en espèce quelle que soit la souscription effective en espèce de l'augmentation de capital ;
 - Le solde du montant non souscrit par les actionnaires serait garanti par les Obligataires par voie de compensation des créances relatives aux Obligations 2022. Cette garantie serait réalisée par l'ensemble des porteurs d'Obligations 2022. Elle porterait sur un montant maximum de :
 - 161M€ dans le cas où l'Augmentation Créanciers serait souscrite en totalité ;
 - 193M€ dans le cas où l'Augmentation Créanciers ne serait souscrite que par GOLDENTREE :

Figure 19 - Garantie Augmentation Actions Nouvelles par voie de compensation de créances

En M€		Augmentation Créanciers souscrite en totalité	Augmentation Créanciers souscrite à 10,5M€
Montant minimum	(a)	329,5	329,5
Montant Augmentation Créanciers non souscrite	(b)	-	6,5
Montant Augmentation Actions Nouvelles	(c)=(a)+(b)	329,5	336,0
% dans le capital des souscripteurs Augmentation Réserve	(d) ¹	25,3%	17,3%
Montant souscrit associé (engagement préalable)	(e)=(d)*(c)	(83,4)	(58,2)
Garantie en espèces	(f)	(85,0)	(85,0)
Montant garantie par compensation de créance	(g)=(c)+(e)+(f)	161	193

¹ % dans le capital des Obligataires ayant participé à l'Augmentation Réserve à l'issue de cette dernière (cf. ci-avant § 2,3,2).

Source : Documentation publique et analyse Finexsi

- Une clause d'extension prévoit la possibilité d'augmenter le nombre d'actions souscrites jusqu'à 15% (ci-après l'« **Extension** ») en cas de sursouscription de l'Augmentation Actions Nouvelles :
 - Dans ce contexte, l'Augmentation Actions Nouvelles s'établirait au maximum à un montant total de 386,4M€⁴² et la garantie ne viendrait pas à s'appliquer dans la mesure où l'Augmentation Actions Nouvelles serait souscrite en totalité ;

⁴² 336 M€ * 1,15 = 386,4 M€

- Il est précisé que les Obligataires ayant souscrit l'Augmentation Créanciers se verront offrir la possibilité de participer à l'Extension. Dans ce cadre, ils pourront souscrire à l'Extension par voie de compensation des créances relatives aux Obligations 2022.

Sur cette base, le nombre d'actions émises dans le cadre de l'Augmentation Créanciers s'établira dans une fourchette de 10 983M à 12 880M, étant précisé que dans le tableau présenté ci-après :

- Le cas n°1 (minimum) correspond à un contexte de souscription de l'Augmentation Créanciers dans sa totalité (*i.e.* 17M€) et une absence d'extension de l'Augmentation Actions Nouvelles ;
- Le cas n°2 correspond à la souscription minimale de l'Augmentation Créanciers (*i.e.* 10,5M€) et une absence d'extension de l'Augmentation Actions Nouvelles ;
- Le cas n°3 (maximum) correspond à la souscription minimale de l'Augmentation Créanciers (*i.e.* 10,5M€) et une extension de l'Augmentation Actions Nouvelles à hauteur de 15% :

Figure 20 - Augmentation Actions Nouvelles – nombre d'actions émises

En M€		Cas 1	Cas 2	Cas 3
Montant	(a)	329,5	336,0	386,4
Prix d'exercice (€)	(b)	0,03	0,03	0,03
Nbre d'actions émises	(c)=(a)/(b)	10 983,3	11 200,0	12 880,0

Source : Documentation publique et analyse Finexsi

Il est prévu que les actionnaires qui s'engageraient, sur la période de 15 jours à compter du 8 juillet 2020, à souscrire à titre irréductible l'Augmentation Actions Nouvelles pour tout ou partie de leurs droits préférentiels de souscription bénéficieront d'une commission de soutien (ci-après la **Commission de Soutien** ») :

- La Commission de Soutien sera égale pour chacun des actionnaires à 2,5% du montant effectivement souscrit ;
- Le montant de cette Commission de Soutien est plafonné à 2,13M€, de telle sorte que la commission perçue par chaque actionnaire sera, le cas échéant, réduite au prorata des engagements reçus.

En l'absence d'Extension, il est prévu que les produits en espèces de l'Augmentation Actions Nouvelles, nets de la Commission de Soutien, seront utilisés de la manière suivante :

- Les premiers 85M€ seront conservés par la Société pour financer ses besoins ;
- La tranche de 15M€ suivante sera utilisée pour rembourser le RCF ;
- Le solde éventuel servira à rembourser la dette obligataire de telle sorte que celle-ci s'établira dans une fourchette de 168M€ à 185M€ post-Opération. Nous rappelons néanmoins que dans le cadre du mécanisme de garantie du PGE, une dette obligataire additionnelle pourrait être émise par la Société (§2.3.10).



Dans le cas inverse, *i.e.* en cas d'Extension, le supplément d'espèces⁴³ perçu par la Société au titre de l'Extension (qui portera sur un maximum de 49,4M€ ou de 50,4M€ selon que l'Augmentation Créanciers soit souscrite en totalité ou à hauteur de 10,5M€) sera utilisé de la manière suivante :

- La moitié du montant sera conservée par la Société ;
- Le solde servira à rembourser le RCF.

2.3.4 Attribution d'actions gratuites pour les actionnaires existants

Il est également prévu une émission d'actions gratuites (ci-après l' « **Augmentation Actions Gratuites** ») ayant pour bénéficiaires les actionnaires de la Société justifiant d'une inscription en compte le dernier jour de négociation⁴⁴ précédant la date de souscription des actions de l'Augmentation Créanciers :

- Une Action Gratuite sera attribuée par action existante, étant précisé que la Société déclare renoncer aux Actions Gratuites dont elle bénéficierait au titre de ses actions auto-détenues ;
- Sur la base du nombre d'actions total de la Société au 31 mai 2020, il pourrait être émis un nombre maximum de 627 041 466 actions ;
- En considérant le nombre d'actions auto-détenues au 31 mai 2020, 626,2⁴⁵ millions d'Actions Gratuites seraient attribuées aux actionnaires.

2.3.5 Augmentation de capital au titre de la rémunération du Comité des Obligataires

Il est prévu une augmentation de capital réservée de 13M€, ayant pour bénéficiaires les membres du Comité des Obligataires (ci-après l'« **Augmentation Restructuration** ») :

- Les actions de cette augmentation de capital seraient souscrites par voie de compensation des créances dues par la Société au Comité des Obligataires pour leur rôle au titre :
 - de la coordination de la restructuration pour un montant de 6,5M€ ;
 - de la garantie sur les 85M€ en espèces, accordée dans le cadre de l'Augmentation Actions Nouvelles, pour un montant de 6,5M€ ;
- Le nombre d'actions émises en rémunération de ce montant de 13M€ serait de 367,2M sur la base d'un prix d'émission de 3,54 centimes d'euro.

⁴³ Soit le montant non souscrit par voie de compensation de créances.

⁴⁴ Après clôture de la séance de bourse.

⁴⁵ 627 041 466 (nombre d'actions total) – 838 287 (nombre d'actions auto détenues).



2.3.6 Mise en œuvre d'un regroupement d'actions

A l'issue des opérations susvisées, il est prévu un regroupement d'actions par le biais de la division du nombre d'actions par cent et de la multiplication subséquente par 100 de leur valeur nominale. Cette opération vise à éviter un statut de « Penny Stock » et une forte volatilité de l'action SOLOCAL, notamment du fait de l'impact de la restructuration envisagée.

2.3.7 Augmentation de capital réservée aux créanciers RCF

Il est prévu, dans le cadre de l'Opération, une modification des termes et conditions du RCF existant (§2.3.11). A ce titre, la Société pourra procéder au remboursement d'une partie, ou de la totalité selon les cas, du principal de la dette RCF sous la forme d'actions :

- Au 30 septembre 2021 : remboursement d'un montant entre 5M€ et 10M€ à la seule discrétion de la Société, en espèces ou en actions ordinaires ;
- Au 30 septembre 2022 : remboursement d'un montant entre 5M€ et 10M€ à la seule discrétion de la Société, en espèces ou en actions ordinaires ;
- Au 30 septembre 2023 : remboursement de toutes les sommes restantes dues, en espèces ou en actions ordinaires étant précisé que dans le cas où SOLOCAL venait à décider de rembourser les sommes dues en actions :
 - Chaque créancier pourra demander l'extension de la maturité d'un an afin d'être remboursé en espèces ;
 - Dans ce cas, la Société amortirait le RCF au 30 septembre 2023 d'un montant entre 5M€ et 10M€, en espèces ou en actions ordinaires à sa seule discrétion.

Les actions seront émises sur la base d'un prix de souscription égal au cours moyen pondéré par les volumes appliqué aux 30 jours de négociation consécutifs précédant immédiatement le 5^{ème} jour de négociation précédant la date d'émission.

Ce mécanisme vise à permettre à la Société de rembourser ce prêt en actions dans le cas où elle préférerait, aux différentes échéances, conserver des liquidités pour faire face à ses besoins.

2.3.8 Modalités de remboursement de la dette obligataire

Dans le cadre de l'Opération, le paiement des intérêts des Obligations 2022 jusqu'au 30 septembre 2020 est couvert par les modalités des augmentations de capital susvisées. A cette date, la dette de la Société envers les Obligataires s'établira à 429,3M€ se décomposant de la manière suivante :

- 397,8M€ de nominal ;
- 29,8M€ de coupons dus au titre des échéances mars, juin et septembre 2020⁴⁶ ;
- 1,7M€ au titre des intérêts courus du 15 septembre 2020 au 30 septembre 2020.

⁴⁶ Pour mémoire, les coupons sont payés le 15 du mois au cours duquel ils sont dus.



Dans le cadre de l'Opération, la dette obligataire post-Opération s'établira dans une fourchette comprise entre 168M€ et 185M€. Cette diminution de la dette obligataire sera réalisée par le biais :

- Des souscriptions par les Obligataires à l'Augmentation Créanciers et à l'Augmentation Actions Nouvelles⁴⁷ par voie de compensation de créances relatives aux Obligations 2022 ;
- Et/ou d'un remboursement en espèces d'une partie des Obligations 2022 qui sera fonction du Take-up.

Le montant nominal des Obligations 2022 effectivement remboursé, sera fonction du montant d'obligations converties et des espèces perçues par la Société au titre du paiement du prix d'exercice de l'Augmentation Actions Nouvelles :

- Le montant remboursé pourra faire l'objet d'une décote (ci-après la « **Décote** ») pouvant aller de 0% à 10% ;
- Le pourcentage de Décote sera fonction du pourcentage de souscription des actionnaires (ci-après le « **Take-up** »), défini comme étant (i) le montant de souscription de l'Augmentation Actions Nouvelles en espèce rapporté (ii) au montant total de l'Augmentation Actions Nouvelles diminué du montant souscrit par compensation de créances au titre de l'engagement pris par les Obligataires ayant souscrit l'Augmentation Créanciers ;
- Le pourcentage définitif de la Décote sera fixé par extrapolation linéaire au regard du pourcentage de Take-up sur la base de 0% de Décote pour 0% de Take-up et de 10% de Décote pour 100% de Take-up.

2.3.9 Dette obligataire réintégrée

A l'issue de l'Opération, un solde d'Obligations 2022 compris entre 168M€ et 185M€ n'aura pas fait l'objet d'un remboursement dans le cadre des opérations susvisées. Ce montant pourrait être augmenté à hauteur des intérêts PIK⁴⁸ au titre de 2021 (voir ci-dessous).

Les termes et conditions applicables à ces obligations résiduelles feraient l'objet d'une modification afin de refléter les modifications prévues dans le Protocole d'accord. Nous présentons ci-après les modifications qui seraient apportées au regard des termes actuels relatifs aux Obligations 2022, présentées dans le communiqué du 3 juillet 2020 :

⁴⁷ Au titre de la garantie accordée ou de la souscription des obligataires devenus actionnaires de la Société dans le cadre de l'Augmentation Créanciers.

⁴⁸ Intérêts capitalisés



Figure 21 - Principales modalités de la dette obligataire avant et post-opération

	Conditions actuelles	Conditions post-Opération
Maturité	Mars 2022.	Mars 2025 (remboursement in fine) - remboursement impossible pendant une période de 2,5 ans à partir du "Closing Date".
Taux d'intérêts applicables	EURIBOR 3 mois (floor rate à 1%) + marge de : 9% si Ratio de Levier (R) > 2 7% si 2 > ou égal R > 1,5 6% si 1,5 > ou égal R > 1 5% si 1 > ou égal R > 0,5 3% si R < ou égal à 0,5	EURIBOR (floor rate à 1%) + spread de 7%.
Modalités de paiement des intérêts	Intérêts 100% payables en cash.	Jusqu'au 31 décembre 2021 : Intérêts 50% d'intérêt payable cash et 50% d'intérêts capitalisés (PIK). A partir du 1er janvier 2022 : Intérêts 100% payables en cash.

Source : Communiqué de presse du 3 juillet 2020

Par ailleurs, il n'a pas été prévu d'évolution de la définition des covenants qui s'établissent toujours pour les principaux d'entre eux à :

- Levier financier net consolidé⁴⁹ qui doit être inférieur à 3,5x ;
- Ratio de couverture des intérêts⁵⁰ qui doit être supérieur à 3.

2.3.10 Mécanisme de garantie du PGE

Outre les 85M€ qui seront obtenus au travers de l'Augmentation Actions Nouvelles, la Société doit trouver un financement additionnel de 32M€ pour faire face aux besoins de liquidités estimés par le Management (§2.1).

La Société espère pouvoir obtenir un PGE couvrant ce besoin additionnel dans le cas où le prérequis de restructuration de sa dette serait respecté. Néanmoins, aucune garantie n'existe sur son obtention.

Dès lors, un mécanisme de garantie a été mis en place avec certains créanciers selon lequel une dette obligataire additionnelle sera émise par la Société de sorte que celle-ci perçoive 32M€ quel que soit le montant de PGE obtenu.

2.3.11 Amendement des conditions du RCF

Dans le cadre de la l'Opération, il est également prévu une modification des termes et conditions de la dette RCF subsistante à l'issue de l'Opération, soit un montant compris dans une fourchette de 10,3M€ à 50M€.

Nous présentons ci-après les modifications qui seraient apportées au regard des termes actuels relatifs au RCF, étant précisé que les autres modalités resteraient inchangées :

⁴⁹ Dette nette consolidée (hors IFRS 16) / EBITDA consolidé (hors IFRS 16)

⁵⁰ EBITDA consolidé / Charge d'intérêts nette consolidé



Figure 22 - Principales modalités du RCF avant et post-opération

	Conditions actuelles	Conditions post-Opération
Maturité	Mars 2022 si la Dette obligataire est remboursée à son terme, septembre 2021 autrement.	Extension au 30 septembre 2023, avec une option pour les prêteurs d'étendre cette maturité au 30 septembre 2024.
Taux d'intérêts applicables	RCF : EURIBOR + marge de 4,5%. Ancillary : EURIBOR + marge de 5% et 3,5% de "facility fees" annuel.	Aucun changement de rémunération avant septembre 2021 (cf. ci-contre). A compter d'octobre 2021 : 8,5% pour le RCF et pour l'Ancillary.
Modalités de remboursement du principal	In fine (à échéance).	Au 30 septembre 2021 : remboursement d'un montant entre 5M€ et 10M€ en cash ou en actions ordinaires à la seule discrétion de la Société. Au 30 septembre 2022 : remboursement d'un montant entre 5M€ et 10M€ en cash ou en actions ordinaires, à la seule discrétion de la Société. Au 30 septembre 2023 : remboursement de toutes les sommes restants dues, en cash ou en actions ordinaires, à la seule discrétion de la Société, étant précisé que dans le cas où Solocal venait à décider de rembourser le solde résiduel en actions, chaque créancier pourra choisir d'étendre la maturité d'un an afin d'être remboursé en cash en septembre 2024. Dans ce cas, la Société amortirait le RCF pour un montant compris entre 5M€ et 10M€ en cash ou en actions ordinaires à la seule discrétion de la Société.

Source : Communiqué de presse du 3 juillet 2020

Par ailleurs, il n'a pas été prévu d'évolution dans les covenants existants.

La Société disposerait de la faculté de rembourser la dette RCF par anticipation de manière totale ou partielle.

2.3.12 Gouvernance

En termes de gouvernance, le Protocole d'Accord précise les modalités de gouvernance envisagées postérieurement à l'Opération. Il est notamment prévu la nomination de deux nouveaux administrateurs parmi les candidats proposés par GOLDENTREE. Néanmoins, dans le cas où le nombre d'actions détenues par GOLDENTREE deviendrait inférieur à :

- 15% du capital post-Opération, l'un des deux administrateurs désignés sur proposition de candidats par GOLDENTREE devrait démissionner ;
- 5% du capital post-Opération, les deux administrateurs désignés sur proposition de candidats par GOLDENTREE devraient démissionner.

2.3.13 Engagement de conservation (« Lock up »)

Les titres alloués aux obligataires dans le cadre de l'Augmentation Créanciers feront l'objet d'un engagement de conservation d'une durée de neuf mois à compter de leur émission.



2.3.14 Synthèse

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

- Il découlerait des modalités de l'Opération deux conséquences quels que soient les scénarios envisagés (pourcentage de Take-up, pourcentage de participation à l'Augmentation Créanciers, Extension de l'Augmentation Actions Nouvelles) :
 - L'obtention d'espèces par la Société d'un minimum de 117M€ couvrant les besoins identifiés par le Management (§2.1) :
 - Un minimum de 85M€ au titre de l'Augmentation Actions Nouvelles ;
 - 32M€ au titre du PGE ou de l'émission d'obligations additionnelles dans le cas de la mise en œuvre de la garantie accordée par le Comité des Obligataires ;
 - Une restructuration de la dette, qui est un préalable à l'obtention du PGE, avec :
 - Une dette obligataire qui s'établirait dans une fourchette de 168M€ à 185M€, étant précisé qu'une dette obligataire additionnelle pourrait être considérée dans le cas de la mise en œuvre du mécanisme de garantie du PGE. Les termes et conditions des Obligations réintégrées seraient légèrement différentes de celles existantes avec notamment un taux d'intérêt fixé à un minimum de 8% contre un mécanisme historique variant selon le levier ;
 - Une dette RCF qui pourrait être réduite jusqu'à un solde de 35M€, hors Extension, et 10M€ dans le cas d'une Extension.
- L'atteinte de ces deux objectifs serait permise principalement par l'Augmentation Créanciers et l'Augmentation Actions Nouvelles.
- Le prix de souscription de 0,08€ qui serait offert aux Obligataires dans le cadre de l'Augmentation Créanciers est moins favorable que celui proposé aux actionnaires au titre de l'Augmentation Actions Nouvelles (0,03€) et s'appuie sur une souscription par voie de compensation de créances relatives aux Obligations 2022.
- Par ailleurs, l'Augmentation Créanciers porte sur un quantum limité (5% du montant cumulé de l'Augmentation Créanciers et de l'Augmentation Actions Nouvelles avant Extension) mais permet néanmoins aux obligataires y ayant souscrit de bénéficier des conditions plus favorables de l'Augmentation Actions Nouvelles. Pour mémoire, le pourcentage du montant de l'Augmentation Actions Nouvelles qui serait souscrit par ces obligataires s'établirait dans une fourchette de 17,3% à 25,3% (§2.3.2). Ainsi, par symétrie, le pourcentage de l'Augmentation Actions Nouvelles qui pourrait effectivement être souscrit par les actionnaires s'établirait dans une fourchette de 74,7% à 82,7%.
- Au titre de la garantie donnée par les Obligataires, ces derniers souscriraient la part de l'Augmentation Actions Nouvelles qui n'aurait pas été souscrite par les actionnaires par voie de compensation de créance.
- En cas de sursouscription de l'Augmentation Actions Nouvelles, le nombre d'actions émises dans le cadre de cette dernière pourrait être augmenté de 15%.
- Différents mécanismes sont prévus pour reluer la position des actionnaires, notamment en fonction du Take-up de l'Augmentation Actions Nouvelles :



- Les actionnaires bénéficieraient d'Actions Gratuites limitant leur dilution, quelle que soit leur décision de participer ou non à cette opération ;
- Les actionnaires s'engageant à souscrire cette augmentation de capital bénéficieraient de la Commission de Soutien d'un montant maximum de 2,13M€ ;
- Le montant de la dette obligataire remboursée dans le cadre de l'Opération pourrait faire l'objet d'une Décote d'un niveau maximum de 10% du montant remboursé en espèce ;
- Le Comité des Obligataires percevrait sous forme d'actions des commissions pour un montant de 13M€ sur la base d'un prix d'émission de 3,54 centimes d'euro ;
- La mécanique de remboursement prévue au titre du RCF subsistant à l'issue de l'Opération permettra à la Société de conserver, si nécessaire, des liquidités en remboursant tout ou partie du principal en actions.

3. Evaluation des actions de la société SOLOCAL GROUP

Conformément aux dispositions de l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF, nous avons procédé à notre propre évaluation multicritères de la société SOLOCAL GROUP dont les modalités et résultats sont exposés ci-après.

La situation financière de la Société à fin mai 2020 fait courir un risque sur la continuité d'exploitation. La crise sanitaire actuelle a eu un impact très significatif sur les fondamentaux de la Société. Nous rappelons que les décaissements non récurrents en lien notamment avec le Plan de Sauvegarde de l'Emploi 2018 (ci-après « PSE 2018 ») ont réduit la marge de manœuvre de la Société. Au titre de l'exercice 2019, SOLOCAL GROUP a décaissé 155M€ de charges non récurrentes tout en diversifiant les modalités de financement (50M€ de « *Revolving Credit Facility* » (ci-après « RCF »), 8M€ de ligne de Besoin en Fonds de Roulement, et une « *Equity line* » de 17,4M€ au 31 décembre 2019).

Les coûts non récurrents à décaisser en 2020 continueront de peser sur les flux de trésorerie de la Société, raison pour laquelle celle-ci a engagé des discussions avec ses créanciers obligataires afin de préserver sa trésorerie et de sécuriser sa situation financière comme indiqué ci-avant. La Société est confrontée à un besoin de liquidité d'environ 75M€, hors prise en compte du paiement des intérêts de la dette obligataire (10M€ par trimestre) ni aucun remboursement du passif fiscal et social généré à fin avril 2020 (32M€).

SOLOCAL GROUP annonce que SOLOCAL SA a sollicité du Président du Tribunal de Commerce de Nanterre l'ouverture d'une procédure de conciliation pour une durée initiale de 4 mois pour lui permettre de faire face aux difficultés résultant de la crise sanitaire actuelle. SOLOCAL GROUP a également suspendu le paiement de son coupon obligataire prévu le 15 juin 2020.

Pour la parfaite information des actionnaires, nous avons procédé à la mise en œuvre d'une évaluation multicritères de la Société en raisonnant avant et après restructuration. L'évaluation de la Société avant prise en compte des modalités de la restructuration permet d'appréhender la valeur de l'action SOLOCAL GROUP en l'état de sa situation actuelle.

Aussi, l'évaluation de la Société après prise en compte de ces modalités permet à l'actionnaire d'apprécier l'impact de cette opération sur son patrimoine (cf.§6.3 à §6.6).



3.1 Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

3.1.1 Actif Net Comptable consolidé

L'Actif Net Comptable (ci-après « ANC ») n'est généralement pas considéré comme représentatif de la valeur intrinsèque de la Société. Il n'intègre pas, en effet, les perspectives de croissance et de rentabilité, ni les éventuelles plus-values sur les éléments d'actifs.

Pour information, l'ANC consolidé (part du groupe) au 31 décembre 2019 s'établit à -638,9M€, dont -1,4Mds€ de réserves et 758,4M€ de prime d'émission.

3.1.2 Actif Net comptable Réévalué

La méthode de l'Actif Net comptable Réévalué (ci-après « ANR ») consiste à corriger l'ANC des plus ou moins-values latentes identifiées à l'actif, au passif ou hors bilan. Cette méthode, souvent utilisée pour évaluer les sociétés de certains secteurs (*holdings*, foncières) est particulièrement adaptée aux entreprises dont les principaux actifs ont une valeur sur un marché et que les acquisitions et cessions de tels actifs constituent son processus d'exploitation, ce qui n'est pas le cas de SOLOCAL GROUP.

3.1.3 Actualisation des dividendes futurs

Cette méthode, qui consiste à actualiser les dividendes futurs, est dépendante de la politique de distribution décidée par la direction et présente le biais de mieux valoriser les sociétés dont les taux de distribution sont les plus élevés, sans tenir compte de l'impact à moyen terme des arbitrages entre distribution, autofinancement et investissement.

La Société n'ayant pas procédé à des distributions de dividendes au cours des 5 derniers exercices au minimum, et n'ayant pas non plus annoncé au marché de prévisions en matière de distribution, cette méthode ne sera pas retenue.

3.1.4 Transactions comparables

La méthode des transactions comparables repose sur l'analyse des multiples extériorisés lors des opérations de rachats total ou partiel d'entreprises intervenues dans le secteur d'activité de l'entité évaluée. Cette approche est limitée par la difficulté à trouver des transactions pleinement comparables en termes de taille, de mix produits, et de positionnement géographique ainsi qu'à disposer d'une information complète sur les cibles et les conditions des transactions.

Compte tenu de la période de transition de la Société vers un modèle abonnement 100% Digital dans un contexte de crise sanitaire et économique liée à la crise du Covid-19, il ne nous paraît pas



pertinent d'appliquer un multiple aux agrégats 2018 et 2019 de la Société. Les performances historiques de ces deux derniers exercices clos s'entendent hors effets négatifs de la crise actuelle qui ont eu un impact significatif sur les fondamentaux de SOLOCAL GROUP, comme indiqué au §3.4.2 et ainsi ne tiennent pas compte de l'environnement de marché actuel.

Pour ces raisons, cette méthode ne sera pas retenue. Toutefois, nous présentons à titre purement informatif en Annexes 2, les transactions qui nous paraissent les plus comparables sur les cinq dernières années.

3.1.5 Valeur liquidative

Nous n'avons pas considéré devoir retenir cette méthode, non pertinente dans le contexte de la restructuration de l'endettement de la Société, qui devrait permettre le maintien de ses activités en continuité d'exploitation.

La mise en œuvre d'une telle méthode non pertinente si la Société réussit sa restructuration supposerait de définir des hypothèses de prix de cession de ses actifs et de simuler les garanties octroyées.

Nous rappelons que le *covenant* bancaire de levier financier de la Société ressort à 2,3x l'EBITDA (avant application de la norme IFRS 16) consolidé au 31 décembre 2019 tel que défini dans le contrat obligataire. Ainsi, SOLOCAL GROUP respecte le *covenant* bancaire sur le levier financier au 31 décembre 2019. De plus, nous précisons qu'un accord de *standstill* a été obtenu avec les créanciers obligataires jusqu'au 14 juin 2020.

Dans ces conditions, l'évaluation de la Société en continuité d'exploitation n'apparaît pertinente que dans le contexte de la mise en œuvre de la restructuration.

3.2 Méthodes retenues pour l'approche d'évaluation avant restructuration

Pour la parfaite information des actionnaires, nous avons mis en œuvre une approche multicritères avant restructuration qui comprend les références et méthodes d'évaluation suivantes :

- La méthode intrinsèque de l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels sur la base du plan d'affaires « *standalone* » 2020e - 2023e présenté au §3.4.2 ;
- L'analyse du cours de bourse du titre SOLOCAL GROUP avant la suspension de la cotation ;
- L'analyse des objectifs de cours des analystes financiers suivant le titre avant la suspension de la cotation.



3.2.1 L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels

Il convient de se référer au §3.4.3, auquel nous présentons la mise en œuvre de la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels (DCF⁵¹). Pour notre approche DCF, que ce soit avant ou après restructuration, nous précisons que nous utilisons le plan d'affaires « *standalone* » 2020e - 2023e communiqué par le Management de la Société et présenté au §3.4.3. Seul le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres et le taux d'actualisation diffèrent avant et après restructuration.

3.2.1.1 Nombre de titres retenu

Avant restructuration, nos calculs sont réalisés sur la base du nombre d'actions composant le capital social au 31 décembre 2019 (619 541 466 actions) augmenté de 7 500 000 actions relatives au tirage de l'*Equity line* de janvier 2020 (soit au total 627 041 466 actions), diminué du nombre d'actions auto détenues (838 287 actions⁵²) au 31 mai 2020.

En effet, nous précisons que la Société a tiré l'*Equity line* en janvier 2020 pour un montant de 3,7M€ correspondant à 7,5M d'actions (au cours de bourse de la date du tirage soit environ 0,49€ par action). Nous précisons que 16M d'actions peuvent être encore exercées dans le cadre du contrat avec KEPLER CHEUVREUX. L'utilisation de cette ligne est à la discrétion de la Société mais le Management nous indique qu'il n'est pas prévu de les tirer à court terme compte tenu des conditions de marché, raison pour laquelle nous n'avons pris en compte aucune dilution à ce titre.

Par ailleurs, il est précisé qu'aucune dilution⁵³ n'est retenue au titre des actions de performance en cours d'acquisition et attribuées le 24 avril 2018 (9,05M d'actions pour 73 bénéficiaires) ainsi que le 11 avril 2019 (5,35M d'actions pour 96 bénéficiaires), dans la mesure où les conditions de performance ne seront pas satisfaites.

Le nombre d'actions ainsi retenu avant restructuration s'établit à 626 203 179.

Endettement financier net avant restructuration

Avant restructuration, les ajustements permettant le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres ont été déterminés sur la base des comptes consolidés du groupe au 31 décembre 2019 et des éléments de trésorerie et de dette financière tels qu'ils ressortent des analyses communiquées par le Management de la Société.

⁵¹ *Discounted Cash Flows.*

⁵² *Le nombre d'actions auto-détenues au 31 décembre 2019 s'établit à 567 596 actions. Nous précisons que nous n'avons pas ajusté le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres du montant maximal non significatif de 153 831€ (270 591 actions au cours de clôture maximal de 0,5685€ observé le 2 janvier 2020) relatif au delta entre le nombre d'actions auto-détenues au 31 décembre 2019 et au 31 mai 2020.*

⁵³ *Nous rappelons que le 13 mars 2017, la Société a émis au profit des créanciers, dans le cadre de son plan de restructuration financière, 9 067 200 obligations subordonnées à option de conversion et remboursables en actions (Mandatory Convertible Bonds ou MCB), pour un montant nominal de 18,13M€, donnant droit à l'attribution de 9 067 200 actions en cas de conversion de l'ensemble des MCB, soit 1,55% du capital de la Société.*

Au 2 mars 2020, 1 159 202 MCB étaient encore en circulation, mais nous n'avons retenus aucune dilution à ce titre dans la mesure où ils sont en dehors de la monnaie.



Figure 23 - Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres au 31 décembre 2019 avant restructuration

	31/12/2019*
Trésorerie et équivalents de trésorerie	41,6
Trésorerie bloquée	(4,5)
Tirage de l' <i>Equity line</i> en janvier 2020	3,7
Trésorerie et équivalents de trésorerie ajustée	40,7
Emprunt obligataire refinancé	(397,8)
Coupon non payé (mars, juin, septembre 2020)	(29,8)
Intérêts courus du 15 septembre 2020 au 30 septembre 2020	(1,7)
Ligne de Revolving Credit Facility (RCF) tirée	(50,0)
Intérêts courus non échus	(1,4)
Dettes de crédit-bail	(3,4)
Compléments de prix sur acquisition de titres	(0,2)
Ligne de crédit WC	(7,9)
Autres dettes (autres dettes financières et passif fiscal et social)	(14,9)
Dettes financières avant restructuration	(507,1)
Endettement financier net avant restructuration	(466,3)
Provisions pour engagements de retraite	(73,6)
Provisions pour restructurations (effet <i>cash</i>)	(59,9)
Provisions pour risques et charges (effet <i>cash</i>)	(21,1)
Produits de cession de QDQ Media le 28 février 2020	1,2
Autres	(0,0)
Ajustements	(153,3)
Passage de la VE à la VFP (en M€)	(619,7)

Source : Document d'enregistrement universel 2019, analyses FINEXSI

* Hors prise en compte de la dette de loyers liée à l'application de la norme IFRS 16 d'un montant de 104,1M€.

Avant restructuration, l'endettement financier⁵⁴ net ajusté s'établit à -619,7M€.

Taux d'actualisation

Compte tenu de l'endettement très important de la Société avant la mise en œuvre de la restructuration et le niveau de la capitalisation boursière relativement faible au cours de clôture du 12 juin 2020, le *Gearing* de la Société ressort à un niveau très élevé (environ à 500%).

La construction d'un coût moyen pondéré du capital selon la formule du MEDAF, usuel pour les sociétés endettées, aurait pour effet de surpondérer de manière très importante la composante coût de la dette, au détriment de la composante coût des fonds propres, dans le taux d'actualisation. Cette approche, qui consiste à faire bénéficier la Société de l'effet de levier conféré par son endettement, ne nous paraît pas cohérente dans le cas de SOLOCAL GROUP qui se trouve, avant mise en œuvre de la restructuration, dans une situation *distress*.

⁵⁴ Hors dette relative à l'application de la norme IFRS 16.



Pour cette raison, nous retenons la méthode directe du MEDAF pour calculer un taux d'actualisation de 13% afin d'actualiser les flux de trésorerie avant restructuration, niveau apparaissant relativement faible au regard de la situation financière très dégradée dans laquelle se trouve SOLOCAL GROUP préalablement à la restructuration de sa dette. Selon nous, un tel taux est inférieur au rendement qui serait exigé par un actionnaire qui investirait dans une société *distress*⁵⁵. C'est donc un taux qui nous paraît volontariste dans le contexte.

Résultats de l'évaluation

Sur ces bases, la valeur d'entreprise avant restructuration ressort en valeur centrale à 634,9M€.

Compte tenu de l'endettement financier net avant restructuration présenté ci-avant, la valeur centrale des fonds propres de la Société ressort à 15,2M€.

Les sensibilités de la valeur par action SOLOCAL GROUP à une variation combinée du taux d'actualisation (de -1 point à +1 point), du taux de croissance à l'infini (de -1 point à +1 point) sont présentées ci-après.

Figure 24 - Analyse de sensibilité à une variation combinée du taux de croissance à l'infini et du CMPC direct

		Taux d'actualisation (%)				
		12,0%	12,5%	13,0%	13,5%	14,0%
Croissance à l'infini (%)	3,0%	0,2593	0,1855	0,1192	0,0592	0,0048
	2,5%	0,1971	0,1300	0,0695	0,0145	-0,0357
	2,0%	0,1411	0,0798	0,0243	-0,0264	-0,0728
	1,5%	0,0904	0,0342	-0,0170	-0,0639	-0,1069
	1,0%	0,0443	-0,0075	-0,0548	-0,0983	-0,1384

Source : Société, analyses FINEXSI

Les sensibilités de la valeur par action SOLOCAL GROUP à une variation combinée du taux d'actualisation (de -1 point à +1 point), de la marge d'EBITDA (avant IFRS 16) récurrente normative (de -1 point à +1 point) sont présentées ci-après.

Figure 25 - Analyse de sensibilité à une variation combinée de la marge d'EBITDA récurrente et du CMPC direct

		Taux d'actualisation (%)				
		12,0%	12,5%	13,0%	13,5%	14,0%
Variation de la marge d'EBITDA récurrente normative (%)	+1pt	0,1871	0,1230	0,0649	0,0118	-0,0367
	+0,5pt	0,1641	0,1014	0,0446	-0,0073	-0,0547
	-	0,1411	0,0798	0,0243	-0,0264	-0,0728
	-0,5pt	0,1180	0,0582	0,0040	-0,0455	-0,0908
	-1pt	0,0950	0,0366	-0,0163	-0,0646	-0,1089

Source : Société, analyses FINEXSI

⁵⁵ Pour rappel, la Société est notée Ca par MOODY's, ou CC par FITCH. Nous précisons que nous avons analysé l'évolution de la courbe des taux des obligations Corporate dont le rating est égal ou inférieur à CC. Les spreads ainsi extériorisés s'établissent entre 14% et 24% depuis l'impact de la crise du Covid-19 sur les marchés financiers fin février 2020, raison pour laquelle le taux d'actualisation retenu de 13% nous paraît volontariste.

Avant restructuration, nous retiendrons à l'issue de cette analyse une fourchette de valeurs par action SOLOCAL GROUP comprise entre une valeur négative de -0,0264€ et 0,0798€, avec une valeur centrale de 0,0243€.

3.2.2 Cours de bourse de la Société

Nous avons analysé le cours de bourse de la Société jusqu'à la suspension de la cotation du titre soit jusqu'au 12 juin 2020 avant l'annonce au marché des modalités de la présente restructuration.

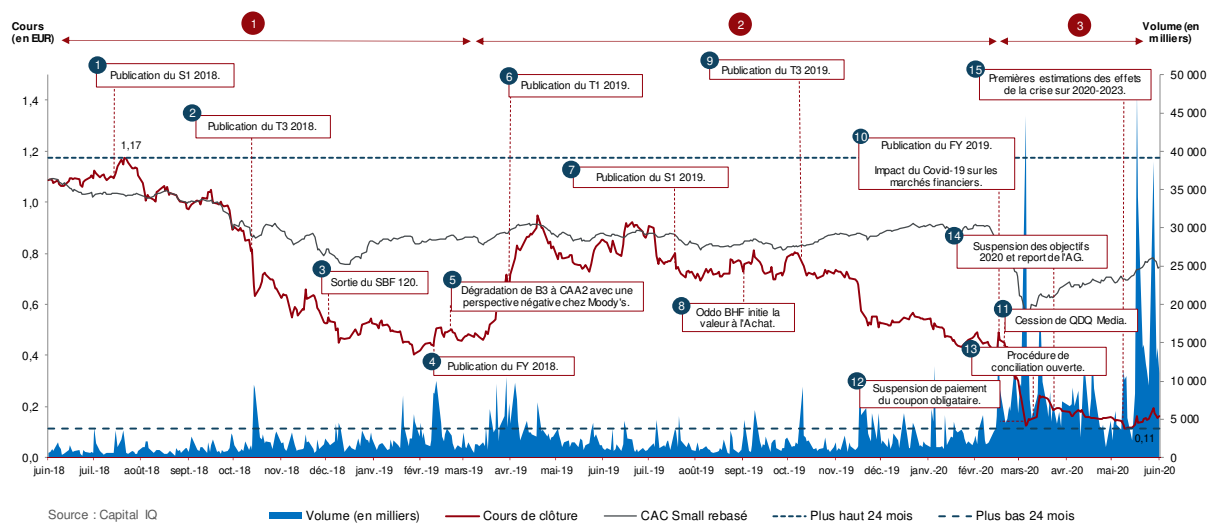
Nous rappelons que le cours de bourse est un instrument de mesure du prix des actions de la société librement négociées sous réserve de niveaux de flottant et de liquidité suffisants.

Les actions composant le capital de PAGESJAUNES GROUPE ont été admises aux négociations sur le premier marché d'Euronext Paris le 8 juillet 2004 (Code ISIN FR0012938884).

Analyse de l'évolution du cours de bourse du titre SOLOCAL GROUP

Le cours de bourse de l'action SOLOCAL GROUP a évolué comme suit sur une période de deux ans (du 12 juin 2018 au 12 juin 2020, avant suspension de la cotation de ses titres dans l'attente d'un accord sur le renforcement de sa structure financière) :

Figure 26 - Evolution du cours de l'action SOLOCAL GROUP sur deux ans depuis le 12 juin 2018



Source : Capital IQ, analyses FINEXSI

Depuis le 12 juin 2018 jusqu'à la veille de la suspension de la cotation du titre (soit le 12 juin 2020), la performance du titre SOLOCAL GROUP s'établit à -85,2%, contre -31,5% pour le CAC Small. Sur cette période, le cours du titre SOLOCAL GROUP a évolué entre 0,11€ et 1,17€, atteints respectivement le 20 mai 2020 et le 1 août 2018. À titre informatif, depuis l'annonce au marché de la présente restructuration le 3 juillet 2020, le cours de bourse s'est effondré à la reprise de la cotation le 6 juillet 2020 (-24,92% à 0,1208€).

Nous distinguons trois phases d'évolution du cours sur la période analysée. Une première s'étend de mi-juin 2018 à fin mars 2019. Une deuxième s'établit entre fin mars 2019 jusqu'à mi-février 2020, soit avant l'impact de la crise sanitaire sur les marchés financiers. Enfin, une troisième phase s'étend de cette dernière date jusqu'à la suspension de la cotation du titre soit le 12 juin 2020 :



- 1.** Le cours de bourse de SOLOCAL GROUP a évolué sur une tendance baissière sur la première phase. Son évolution a été principalement rythmée par l'annonce des résultats financiers du premier semestre (n°1), du troisième trimestre (n°2) et de l'exercice 2018 (n°4), par la sortie du SBF 120 (n°3), ainsi que par la dégradation de la notation de crédit de MOODY'S de B3 à CAA1 (n°5).

La publication des résultats du troisième trimestre 2018 (n°2), le 24 octobre 2018, a eu une incidence significative sur les deux séances de bourse consécutives (-22,5%). Ces résultats ont été marqués par un fort recul des ventes totales de -22,8% et du chiffre d'affaires total de -9,8%. Cette faible performance s'entend dans le contexte de la réorganisation du groupe annoncée au marché par ERIC BOUSTOULLER, arrivé en octobre 2017, avec la mise en place des trois volets du plan stratégique « SOLOCAL 2020 » (réduction de coûts fixes, suppression de 1000 postes sur 4500 en 2018 et 2019, et simplification de l'offre et transition 100% digital). Nous précisons que la mise en œuvre du PSE 2018 a créé d'importantes perturbations avec le départ de 800 personnes durant l'été, parmi lesquelles figuraient 400 effectifs de la direction commerciale. Cette profonde transformation de l'organisation commerciale a affecté l'activité de façon significative.

Ainsi, le titre SOLOCAL GROUP extériorise une baisse de -57,6% sur cette première phase jusqu'au 25 mars 2019 (contre -23,3% pour le CAC Small) ;
- 2.** Le titre SOLOCAL GROUP s'est par la suite inscrit au sein d'une tendance haussière avec l'annonce le 11 avril 2019 des résultats financiers du premier trimestre 2019 (n°6), grâce notamment à une inversion de tendance des ventes Digital et une hausse de la productivité de la force de vente, qui a été saluée par le marché (+24,1% sur les trois séances consécutives).

Par ailleurs, ODDO BHF a initié la valeur à l'achat le 12 septembre 2019 (n°8) avec un objectif de cours de 1€ grâce à « *un business model désormais solide et rentable* ».

Les publications du premier semestre (n°7) et du troisième trimestre 2019 (n°9) entre autres, ont corrigé la tendance haussière du cours, pour atteindre 0,49€ le 27 février 2020.

Ainsi, sur cette deuxième phase, le titre SOLOCAL GROUP fait état d'une hausse de +0,2% (contre -3,8% pour le CAC Small) ;
- 3.** Entre fin février 2020 et le 12 juin 2020, la baisse du cours de bourse est à mettre en regard avec la crise sanitaire du Covid-19 qui a eu un impact sur l'ensemble des marchés financiers et plus particulièrement sur les émetteurs ayant une exposition particulière aux conséquences de cette crise.

La survenue de la crise sanitaire en cours s'entend après la publication des résultats annuels 2019, le 27 février 2020 (n°10). Cette dernière publication fait état de bonnes performances opérationnelles avec un EBITDA récurrent de 191M€ en croissance de +2,2% en dépit d'une baisse du chiffre d'affaires de -12,7%.

Le 2 mars 2020, SOLOCAL GROUP annonce la cession de sa filiale espagnole QDQ MEDIA (n°11) à AS EQUITY PARTNERS, permettant au groupe de se concentrer sur ses activités stratégiques et sa nouvelle offre de services digitaux à destination des PME et des grands comptes en France.



Le 16 mars 2020, SOLOCAL GROUP suspend provisoirement le paiement de son coupon obligataire trimestriel prévu le 15 mars 2020 (n°12) relatif à l'obligation d'échéance mars 2022 afin d'évaluer les impacts de la crise du Covid-19 sur son activité et sa situation de liquidité (42M€ de trésorerie disponible au 31 décembre 2019). Par ailleurs, SOLOCAL GROUP a obtenu l'ouverture d'une procédure de conciliation le 19 mars 2020 (n°13) afin d'encadrer ses discussions avec ses créanciers, compte tenu notamment de sa décision de suspendre le paiement du coupon trimestriel. SOLOCAL GROUP suspend également les prévisions 2020 précédemment communiquées (n°14), et reporte son assemblée générale initialement prévue le jeudi 14 mai à fin juin.

Deux mois plus tard (n°15), la Société annonce au marché ses premières estimations des effets très significatifs de la crise sanitaire sur l'activité commerciale du groupe notamment en 2020e mais également sur la trajectoire 2020e-2023e.

Sur cette dernière phase, le cours SOLOCAL GROUP a reculé de -67,2%, en sous performance notable par rapport au CAC Small (-10,4% sur la période analysée).

La Société a donc annoncé au marché la mise en œuvre de ladite restructuration de la dette obligataire du groupe, le 3 juillet 2020. Le cours suspendu avant l'annonce de l'Offre s'établissait à 0,1609€. Le cours du titre SOLOCAL GROUP s'est ajusté à 0,1208€ par action à la clôture du 6 juillet 2020.

Par ailleurs, dès le 16 mars 2020 lors de l'annonce des anticipations des impacts financiers et commerciaux de la crise du Covid-19, la Société annonce que des négociations avec les créanciers sont en cours. Pour ces raisons, nous considérons que le cours de bourse est largement perturbé en anticipation de la restructuration, comme le montre l'analyse de volatilité ci-après, raison pour laquelle nous présentons cette référence qu'à titre informatif.

Analyse des cours moyens pondérés par les volumes et de la liquidité du titre

Sur la base du dernier cours de bourse avant suspension de la cotation, soit celui du 12 juin 2020, les cours moyens pondérés par les volumes (ci-après, désignés « CMPV »), les volumes échangés sur le titre et les taux de rotation qui en découlent se présentent comme suit sur une période de 24 mois :

Figure 27 - Analyse des CMPV et de la liquidité du titre SOLOCAL GROUP

Cours moyens pondérés par les volumes 12 juin 2020	Cours (€)	Volume échangé (en K)		Capital échangé (en K)		% du capital		% du flottant	
		Moyen	Cumulé	Moyen	Cumulé	Volume échangé	Rotation du capital	Volume échangé	Rotation du flottant
Spot (12/6/2020)	0,1609	11 055	11 055	1 749	1 749	1,79 %	1,79 %	1,92 %	1,92 %
CMPV 1 mois	0,1529	13 876	319 152	2 122	48 801	2,24 %	51,56 %	2,41 %	55,46 %
CMPV 60 jours	0,1680	9 777	586 609	1 642	98 542	1,58 %	94,77 %	1,70 %	101,94 %
CMPV 3 mois	0,1651	10 364	652 954	1 711	107 772	1,67 %	105,49 %	1,80 %	113,47 %
CMPV 6 mois	0,2412	7 107	888 372	1 714	214 293	1,15 %	143,52 %	1,26 %	157,89 %
CMPV 12 mois	0,3529	4 495	1 150 791	1 586	406 094	0,73 %	185,92 %	0,81 %	206,35 %
CMPV 24 mois	0,4663	3 338	1 709 238	1 557	796 972	0,54 %	276,14 %	0,60 %	305,44 %
Plus haut 12 mois (1/7/2019)	0,9225								
Plus bas 12 mois (20/5/2020)	0,1112								
Plus haut 24 mois (1/8/2018)	1,1740								
Plus bas 24 mois (20/5/2020)	0,1112								

Source : CAPITAL IQ, analyses FINEXSI



Sur la base du CMPV 60 jours, le volume des actions SOLOCAL GROUP échangées est de 586,6M d'actions (soit environ 9,8M d'actions par jour de cotation). Sur cette même période, la rotation du capital s'établit à 94,8% et le capital flottant a tourné plus d'une fois (101,9%).

Sur les six derniers mois (antérieurs au 12 juin 2020), le volume des actions SOLOCAL GROUP échangées est de 888,4M d'actions (soit environ 7,1M d'actions par jour de cotation). Sur cette même période, la rotation du capital s'établit à 143,5% et la rotation du capital flottant s'établit quant à elle à 157,9%.

Sur les douze derniers mois, le volume des actions SOLOCAL GROUP échangées est de 1 150,8M d'actions (soit environ 4,5M de titres par jour de cotation). Sur cette même période, la rotation du capital s'établit à 185,9% et la rotation du capital flottant s'établit quant à elle à 206,4%.

Sur vingt-quatre mois d'observation, le volume d'actions échangées progresse à 1.709,2M (soit environ 3,3M de titres par jour de cotation). Sur cette même période, la rotation du capital s'établit à 276,1% et la rotation du capital flottant s'établit quant à elle à 305,4%.

Sur la base du cours de clôture précédant la suspension de cotation (le 12 juin 2020), le CMPV ressort à 0,1609€ tandis que le CMPV 1 mois s'établit à 0,1529€.

Quant au CMPV 3 mois qui intègre l'intégralité de l'impact de la crise sanitaire sur le titre SOLOCAL GROUP à date, il s'établit à 0,1651€, soit 0,0762€ de moins que le CMPV 6 mois qui remonte jusqu'au 13 décembre 2019.

Analyse de la volatilité du titre SOLOCAL GROUP

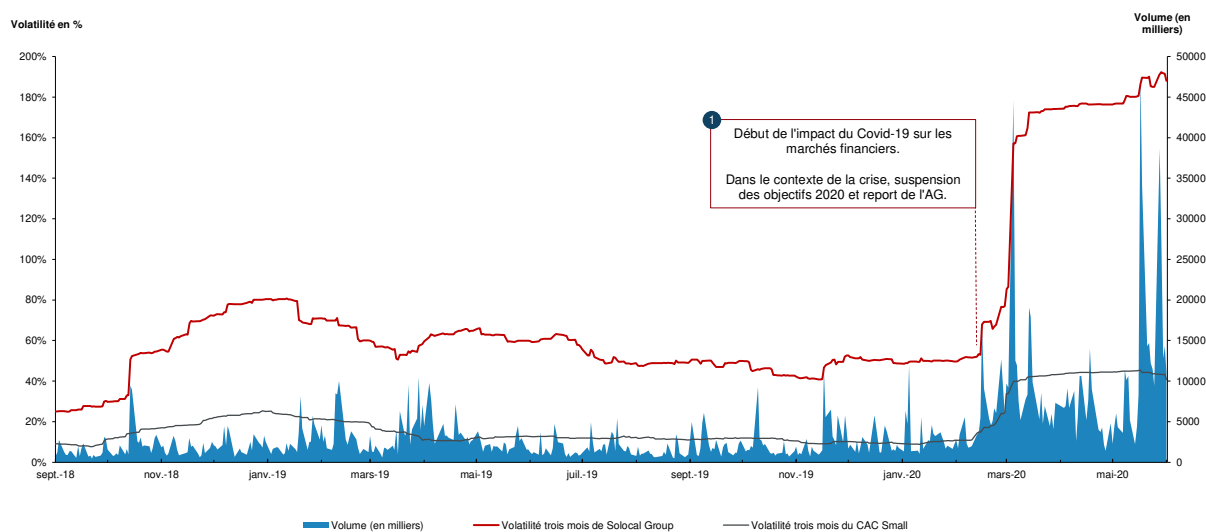
La volatilité d'un titre est une mesure du niveau d'incertitude sur sa rentabilité en bourse. Elle est par conséquent utilisée comme base de la mesure du risque d'un actif financier.

Compte tenu du parcours boursier de SOLOCAL GROUP au cours des deux dernières années, il apparaît intéressant d'observer l'évolution de la volatilité du titre en bourse sur cette période, notamment dans le contexte de la crise du Covid-19.

La volatilité historique (trois mois) calculée sur les rentabilités quotidiennes du titre SOLOCAL GROUP sur les deux dernières années par rapport à l'indice CAC Small, est présentée ci-après.



Figure 28 - Analyse de la volatilité trois mois du titre SoLOCAL GROUP par rapport au CAC Small sur deux ans



Source : Capital IQ, analyses FINEXSI

Sur l'horizon étudié, la volatilité trois mois du titre SOLOCAL GROUP (environ 72% en moyenne) est significativement plus élevée que celle du CAC Small (18% en moyenne). Lorsque la Société a communiqué au marché le 26 février 2020, les résultats de l'exercice 2019 parallèlement à la survenue de l'impact de la crise du Covid-19 sur les marchés financiers (suivie de la suspension des objectifs 2020 et le report de l'Assemblée Générale du groupe), la volatilité du titre SOLOCAL GROUP s'est élevée à des niveaux nettement supérieurs (autour de 170%) que ceux atteints précédemment.

Au-delà de cette baisse générale des marchés actions liée à la crise du Covid-19, observée dès la mi-février 2020 (-39% sur le CAC 40 par exemple entre le 19 février 2020 et le 18 mars 2020) et de la hausse de volatilité qui en résulte, les niveaux de volatilité observés ces deux dernières années sur le titre SOLOCAL GROUP, sont le reflet du risque intrinsèque de la Société. Cette hausse de volatilité est également en tout état de cause le reflet d'une anticipation de la restructuration par le marché.

3.2.3 Objectifs de cours des analystes

Cette méthode consiste à déterminer la valeur d'une société sur la base des objectifs de cours publiés par les analystes financiers.

Les analystes financiers donnent de façon plus ou moins détaillée, les informations sur les prévisions et établissent des évaluations multicritères, dans une perspective d'évolution du cours de bourse à un horizon 6 à 12 mois.

La Société SOLOCAL GROUP fait l'objet d'un suivi de la part de quatre analystes (ALPHA VALUE, MIDCAP PARTNERS, ODDO BHF, et KEPLER CHEUVREUX).



Dans la perspective de négociations de refinancement plus longues que prévu avec les créanciers, KEPLER CHEUVREUX passe sa note de « *Under Review* » à « *Not Rated* » sans publier ni de recommandation ni d'objectif de cours. Dans ces conditions et dans la mesure où le cours de bourse est perturbé par les annonces de la Société sur une éventuelle restructuration, nous ne présentons cette référence qu'à titre informatif.

Dans ce contexte, nous avons retenu les dernières notes d'analystes publiées avant la suspension de la cotation du titre SOLOCAL GROUP, soit jusqu'au 12 juin 2020.

Les derniers objectifs de cours publiés par les trois autres analystes, avant la suspension de la cotation, sont présentés ci-après :

Figure 29 - Derniers objectifs de cours des analystes publiés avant la suspension de la cotation

Date	Analyste	Prix cible	Cours de bourse à la date de publication	Recommandation
23/04/2020	Alpha Value	0,44 €	0,17 €	Achat
08/06/2020	Midcap Partners	0,13 €	0,19 €	Neutre
19/05/2020	Oddo BHF	0,35 €	0,13 €	Achat
12/06/2020	Kepler Cheuvreux		"Not rated"	
Moyenne		0,31 €		
Médiane		0,35 €		

Source : CAPITAL IQ, notes d'ODDO BHF

Selon ALPHA VALUE, depuis la crise sanitaire du Covid-19, les perspectives semblent sombres, la plupart des clients étant profondément touchés et plus particulièrement les petites et très petites entreprises. L'analyste précise « *qu'il n'est pas non plus certain que le groupe puisse traverser la tempête sans une augmentation de capital* ». Selon lui, les conditions de la dette obligataire (coupon de 10% en 2019 compte tenu du levier financier de 2,3x) sont également très difficiles, même si la Société espère que « *la renégociation en cours aboutira à un résultat positif* ». Pour ces raisons, ALPHA VALUE reste à l'« Achat » en ajustant son objectif de cours à 6 mois de 0,70€ à 0,44€ (soit +141% d'*upside*).

MIDCAP PARTNERS rappelle également que la crise sanitaire du Covid-19 a réduit la visibilité à court terme. Selon l'analyste, « *les négociations qui se tiennent actuellement avec les créanciers pourraient bien aboutir à une issue favorable pour le Groupe qui avait déjà l'intention de demander une restructuration de sa dette* ». Bien que la valorisation semble attractive, le manque de visibilité sur le retour à la croissance de l'activité, la situation financière délicate de SOLOCAL GROUP, le contexte de marché et l'absence de catalyseur justifient la recommandation « Neutre » de MIDCAP PARTNERS, avec un objectif de cours à 12 mois de 0,13€.

Oddo BHF rappelle que le besoin de liquidité cumulé de 75M€ pour les 12 prochains mois, qui n'intègre ni les besoins liés aux coupons de la dette obligataire ni le passif fiscal et social accumulé (32M€ à fin avril), ni les frais de transaction, pèse sur les fondamentaux de la Société. Selon l'analyste, « *le groupe pourrait avoir à demander la possibilité d'augmenter son endettement via un « waiver » auprès de ses créanciers. En conclusion, si le groupe parvient à différer le paiement des coupons et à obtenir un PEG (une sorte de bridge loan sur 6 mois / 1 an), la situation financière pourrait être 'tenable' cette année. Dans le cas contraire, une restructuration de la dette semble incontournable voire une augmentation de capital en dernier recours* ».



Pour ces raisons, au travers de leur objectif de cours moyen à 6 ou 12 mois de 0,31€, le *consensus* anticipe déjà une restructuration de la dette obligataire de la Société.

3.3 Méthodes retenues pour l'approche d'évaluation après restructuration

Nous avons retenu une approche multicritères qui comprend les références et méthodes d'évaluation suivantes :

- À titre principal, la méthode intrinsèque de l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels ;
- À titre secondaire, nous présenterons également la méthode d'évaluation analogique fondée sur les multiples observés sur des sociétés cotées comparables.

Il est important de noter que la valorisation de SOLOCAL GROUP après restructuration dépend des conditions de souscription effectives des augmentations de capital visées par l'opération (§2.3).

Aussi, il existe autant de valeur de SOLOCAL GROUP que de scénarios de Take-up et de montant de souscription à l'Augmentation Créanciers.

Dès lors, afin de simplifier la compréhension du lecteur, nous présentons ci-après le détail de la valorisation de SOLOCAL GROUP selon un unique scénario fondé sur :

- Une Augmentation Créanciers souscrite à hauteur de 17M€ ;
- Un Take-up à l'Augmentation Actions Nouvelles de 25%.

Ce scénario reflète à notre avis l'hypothèse la plus dilutive en termes de valeur par action, tout en étant probable.

Pour la parfaite information des actionnaires, les différentes valeurs par actions de SOLOCAL GROUP selon les différents scénarios de la restructuration sont présentées ci-après (§6.4).

3.3.1 L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels (à titre principal)

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

Cette méthode permet de reconnaître la valeur attribuable aux perspectives de développement de la Société et nous paraît adaptée à la situation de SOLOCAL GROUP dans le contexte de retournement et de la restructuration de son endettement.

Le critère DCF est selon nous, la méthode la plus adaptée pour évaluer la valeur intrinsèque de la Société dans le contexte afin d'appréhender la capacité du groupe à mener ses diverses activités selon leurs caractéristiques propres, et également les effets sur elles de la crise du Covid-19 dont les effets ont été appréhendés par le Management, raisons pour lesquelles nous retenons cette méthode à titre principal.



Les flux de trésorerie prévisionnels ont été établis sur la base du plan d'affaires 2020e-2023e transmis par le Management de la Société et tel que présenté au Conseil d'Administration du 22 avril 2020. Le plan d'affaires a été initialement préparé en décembre 2019 mais a fait l'objet d'une importante révision le 20 avril 2020 à la suite de l'épidémie de la crise du Covid-19, compte tenu de ses conséquences économiques négatives sur la Société (en supposant la fin des mesures de confinement à la mi-mai-2020, qui s'est avérée être la date effective de la levée du confinement). Cette mise à jour a entraîné une importante révision à la baisse des prévisions de chiffre d'affaires et d'EBITDA récurrent notamment (cf. §3.4.2).

Les principales hypothèses du plan d'affaires figurent au §3.4.2 présentant la mise en œuvre du critère du DCF.

Pour les raisons évoquées ci-après, les flux de trésorerie ont été actualisés au CMPC après restructuration, déterminés en fonction des caractéristiques de SOLOCAL GROUP.

La valeur terminale est calculée, après extrapolation de l'horizon explicite du plan d'affaires, sur la base d'un flux de trésorerie normatif actualisé à l'infini (selon la formule de GORDON SHAPIRO) en tenant compte d'un taux de croissance estimé à long terme de ce dernier flux.

3.3.2 Comparables boursiers (à titre secondaire)

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.

Nous avons retenu l'EBITDA qui est l'agrégat le plus pertinent, tel que communément admis par les évaluateurs et les analystes pour les activités de SOLOCAL GROUP. L'EBITDA est calculé avant les dotations aux amortissements et provisions, et permet de limiter l'impact des distorsions résultant des politiques d'investissement différentes entre les sociétés de l'échantillon.

Nous avons appliqué aux EBITDA récurrents 2020e, 2021e et 2022e de SOLOCAL GROUP après application de la norme IFRS 16 issus du plan d'affaires du Management, les multiples après application de la norme IFRS 16 observés sur les mêmes périodes pour l'échantillon de comparables retenu. Nous précisons que les EBITDA récurrents 2020e et 2021e sont particulièrement affectés par les effets négatifs de la crise sanitaire du Covid-19 mais que l'EBITDA récurrent 2022e extériorise un rebond significatif, avec un retour, selon le Management, à des conditions plus normales d'activité, étant précisé que la Société devrait avoir la capacité de délivrer un EBITDA récurrent en croissance tout en maintenant une marge d'EBITDA récurrent autour de 28%.



Il convient toutefois de noter que nous n'avons pas identifié de sociétés cotées pleinement comparable à SOLOCAL GROUP, en raison notamment de la phase de transition de la Société vers un modèle abonnement 100% Digital (93,5% du chiffre d'affaires au 31 décembre 2019) en termes d'évolution de chiffre d'affaires et de niveau de marge, ainsi que de la diversité de son mix produits. Dans ces conditions, les résultats ressortant de la mise en œuvre de ce critère sont présentés à titre secondaire uniquement.

3.4 Mise en œuvre de la valorisation de la Société SOLOCAL GROUP après restructuration

3.4.1 Nombre de titres retenu

Nous rappelons que les hypothèses retenues pour le nombre de titres après restructuration dépendent des conditions de souscription effectives des augmentations de capital visées, notamment du montant effectif de l'Augmentation Créanciers et du pourcentage de souscription effectif des seuls actionnaires historiques à l'Augmentation Actions Nouvelles.

Pour une Augmentation Créanciers de 17M€ et un Take-up de 25% à l'Augmentation Actions Nouvelles, le nombre d'actions dilué s'établit à 12 815 471 329 actions après restructuration.

3.4.2 Endettement financier net après restructuration

Après restructuration, les ajustements permettant le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres ont été déterminés sur la base des comptes consolidés du groupe au 31 décembre 2019 et des éléments de trésorerie et de dette financière tels qu'ils ressortent des analyses communiquées par le Management de la Société, après prise en compte des modalités de la présente restructuration.

Nous rappelons que les hypothèses retenues pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres dépendent des conditions de souscription effectives des augmentations de capital visées, notamment du montant effectif de l'Augmentation Créanciers et du pourcentage de souscription effectif des seuls actionnaires historiques à l'Augmentation Actions Nouvelles. Nous fixons les hypothèses suivantes :

- Une Augmentation Créanciers de 17M€ ;
- Une Augmentation Actions Nouvelles de 329,5M€ ;

- Un pourcentage de souscription des seuls actionnaires historiques à l'Augmentation Actions Nouvelles de 25%, lequel nous paraît être un scénario plausible. Nous rappelons que le remboursement de la dette obligataire peut porter jusqu'à un montant de 161,1M€ (par voie de diminution du nominal des obligations) et que le montant ainsi remboursé pourrait faire l'objet d'un abandon de créances de 0% à 10% (0% d'abandon de créances pour 0% de Take-up, 5% pour 50% de Take-up et 10% pour 100% de Take-up). En ce sens, il n'y a pas de relation liée à l'abandon de créances pour 25% de Take-up.

La dette financière nette ajustée au 31 décembre 2019 a été déterminée comme suit selon les hypothèses présentées ci avant :

Figure 30 - Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres au 31 décembre 2019 après restructuration

Augmentation Créanciers de 17M€ et 25% de Take-up à l'Augmentation Actions Nouvelles	31/12/2019*
Trésorerie et équivalents de trésorerie	41,6
Nouvelle tranche de trésorerie <i>cash</i>	85,0
Trésorerie bloquée	(4,5)
Tirage de l' <i>Equity line</i> en janvier 2020	3,7
Trésorerie et équivalents de trésorerie ajustée après restructuration	125,7
Emprunt obligataire refinancé	(167,8)
Ligne de Revolving Credit Facility (RCF) tirée	(50,0)
Intérêts courus non échus	(1,4)
Dettes de crédit-bail	(3,4)
Compléments de prix sur acquisition de titres	(0,2)
Ligne de crédit WC	(7,9)
Autres dettes (autres dettes financières et passif fiscal et social)	(14,9)
Dettes financières après restructuration	(245,6)
Endettement financier net après restructuration	(119,8)
Provisions pour engagements de retraite	(73,6)
Provisions pour restructurations (effet <i>cash</i>)	(59,9)
Provisions pour risques et charges (effet <i>cash</i>)	(21,1)
Produits de cession de QDQ Media le 28 février 2020	1,2
Coûts de restructuration	(15,0)
Autres	(0,8)
Ajustements	(169,1)
Passage de la VE à la VFP (en M€)	(288,9)

Source : Document d'enregistrement universel 2019, Term Sheet, analyses FINEXSI

* Hors prise en compte de la dette de loyers liée à l'application de la norme IFRS 16 d'un montant de 104,1M€.

Nous ajustons la position de trésorerie d'un montant de -4,5M€, correspondant à la trésorerie bloquée au niveau de la dette d'affacturage. Nous rappelons que la Société a tiré l'*Equity line* en janvier 2020 pour un montant de 3,7M€. Ainsi, après restructuration, la trésorerie et équivalents de trésorerie ajustée s'établit à 125,7M€ après prise en compte de la nouvelle tranche de trésorerie *cash* d'un montant de 85M€ conclue selon les modalités de l'opération.

Le montant de la dette obligataire refinancée après restructuration s'établit -167,8M€, tandis que les autres dettes financières restent inchangées. Nous avons également pris en compte 12M€ de passif fiscal et social généré à fin avril 2020, étant précisé que le passif fiscal et social est comptabilisé à hauteur de 20M€ au bilan du 31 décembre 2019.



L'endettement financier net après restructuration s'établit à -119,8M€. Il est par ailleurs précisé que, pour notre modélisation DCF, nous avons considéré des agrégats ne tenant pas compte de l'application de la norme IFRS 16 dans la mesure où (i) les agrégats avant retraitements IFRS 16 permettent de mieux refléter la situation patrimoniale et la performance financière réelle de la Société et (ii) l'incidence de cette norme n'est pas non plus prise en compte dans le plan d'affaires du Management sur lequel se fondent nos analyses. En conséquence, l'endettement financier net après restructuration présenté ci-avant n'intègre pas la dette relative aux loyers en application de la norme IFRS 16 (d'un montant de 104,1M€ au 31 décembre 2019).

Hormis ces ajustements, nous avons inclus dans notre passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres les principaux éléments suivants :

- Les provisions pour engagements de retraite d'un montant de -73,6M€ ;
- Les provisions pour restructuration d'un montant de -59,9M€ (vision *cash*), lesquelles ne sont pas prises en compte dans les flux du plan d'affaires dans notre modélisation DCF ;
- Les provisions pour risques et charges d'un montant de -21,1M€ (vision *cash*), lesquelles ne sont pas prises en compte dans les flux du plan d'affaires dans notre modélisation DCF ;
- Les produits de cession corrigés de l'impôt sur plus-value de QDQ MEDIA intervenue le 28 février 2020 ;
- Les coûts de restructuration de -15M€ ;

Après retraitements, l'endettement financier net ajusté ressort à -288,9M€.

3.4.3 L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels (à titre principal)

Présentation du plan d'affaires du management

Nous avons mené nos travaux sur la base du plan d'affaires « *standalone* » 2020e-2023e, communiqué par le management de la Société. Ce plan d'affaires a été construit selon une approche « *bottom-up* », avec plusieurs itérations entre les filiales du groupe et la direction, avant une consolidation à l'échelle du groupe. Ce plan d'affaires a fait l'objet d'une mise à jour après la survenue des effets négatifs de la crise du Covid-19 sur l'activité commerciale du Groupe en 2020, mais également sur les années postérieures du plan d'affaires.

La Société a annoncé le 22 avril 2020 au marché que l'impact de la crise sanitaire serait très significatif avec une baisse d'environ - 55% de ses prises de commande au cours de la période de confinement. Ainsi en termes de prises de commande, l'impact estimé de la crise sanitaire devrait se traduire par une baisse des ventes de près de 150M€ par rapport aux prévisions faites dans le cadre du budget 2020 qui sous-tendait les objectifs communiqués au marché en date du 27 février 2020. En conséquence, SOLOCAL GROUP devrait enregistrer une baisse de l'ordre de -20% de chiffre d'affaires sur 2020 et un repli de l'ordre de 15% du seul chiffre d'affaires Digital. L'EBITDA de la Société est ainsi attendu à environ 130M€ pour l'année 2020.

Le plan d'affaires s'appuie pour les autres années sur la transition vers un modèle abonnement permettant de libérer une partie importante de temps de travail de la force de vente pour la



consacrer aux acquisitions et au développement de la clientèle. La nouvelle offre de services digitaux reposant sur l'enrichissement des offres et des produits (notamment au niveau du BOOSTER CONTACT), l'allongement des durées d'engagement et la mise en place de cellules de rétention permettant de réduire le taux d'attrition, sont également des relais de croissance qui permettraient à la Société de délivrer un retour à la croissance du chiffre d'affaires dès 2021 après une année 2020 impactée par la crise sanitaire du Covid-19 comme décrit ci-avant.

Le plan d'affaires n'intègre pas les effets de la norme IFRS 16 ni aucune hypothèse de croissance externe ou de cession d'actif significatif.

Les principales hypothèses structurantes de ce plan d'affaires se présentent comme suit :

- Un taux de croissance annuel moyen du chiffre d'affaires d'environ 8% entre 2020e et 2023e pour atteindre un montant de l'ordre de 560M€ en fin de plan ;
- Une évolution du mix produits avec une hausse du poids de l'activité Digital en dépit d'une baisse de l'activité Imprimés relative à la publication, à la distribution et à la vente d'espaces publicitaires dans les annuaires imprimés (PAGESJAUNES, PAGESBLANCHES). Le segment Imprimés a vocation à être arrêté fin 2020 ;
- Un taux de marge d'EBITDA récurrent (avant application de la norme IFRS 16) en hausse annuelle moyenne de 13% sur l'horizon explicite du plan d'affaires permettant de retrouver des niveaux déjà atteints historiquement. Nous précisons que l'EBITDA récurrent 2021e serait marqué par la chute des ventes constatée en 2020e et par la sortie de l'activité Imprimés, en atteignant environ 105M€. L'année 2022e devrait marquer un retour à des conditions plus normales d'activité, étant précisé que la Société devrait avoir la capacité de délivrer un EBITDA récurrent en croissance tout en maintenant une marge d'EBITDA autour de 30%. L'EBITDA récurrent devrait ainsi retrouver en 2023e son niveau de 2019, soit environ 175M€ (avant application de la norme IFRS 16) ;
- Des dépenses d'investissements (ci-après « CAPEX ») stables en valeur absolue et compris entre 7,6% et 9,4% du chiffre d'affaires sur l'horizon du plan, dont la majorité correspond à de la production immobilisée. La transition vers un modèle abonnement ne nécessite pas un effort de CAPEX supplémentaire ;
- Une modélisation de l'impôt sur les sociétés intégrant l'économie potentielle liée à l'activation des déficits fiscaux reportables ;
- Une amélioration sensible du BFR grâce notamment à une meilleure gestion des niveaux de créances clients.

Ce plan, dont les objectifs à l'horizon 2023e en termes d'EBITDA récurrent conditionnent un retour aux niveaux normaux d'activité observés en 2019, repose donc sur l'hypothèse d'une reprise importante de l'activité dès 2022e après le net repli enregistré notamment en 2020. Ce plan d'affaires traduit les ambitions du management notamment en termes d'objectifs de chiffre d'affaires, lesquels restent le facteur d'exécution le plus incertain compte tenu de l'environnement de marché lié au contexte de la crise du Covid-19 (acquisition de nouveaux clients, prospection, etc.).



Flux normatif

Un taux de croissance à l'infini de 2% a été appliqué au flux normatif.

Le flux normatif a été construit sur la base d'un taux de marge d'EBITDA récurrent (avant application de la norme IFRS 16) en ligne avec la moyenne des taux de marge observés sur l'horizon explicite du plan d'affaires.

Aucun coût de restructuration n'a été retenu dans le flux terminal.

Les dotations aux amortissements ont été fixées au niveau des investissements et une variation de BFR nulle a été retenue.

Un impôt sur les sociétés en ligne avec la loi de finances 2020 (25% à horizon 2022e) est également retenu dans le flux normatif.

Cette valeur terminale qui représente environ 85% de la valeur d'entreprise totale, extériorise un multiple de plus de 5 fois l'EBITDA récurrent (avant application de la norme IFRS 16), ce qui nous semble cohérent au regard de la transition de modèle économique, et les incertitudes qui en découlent.

Taux d'actualisation

La dette de SOLOCAL GROUP se situe à un niveau acceptable pour la Société après restructuration et ne remet plus en cause, du moins à court terme, la continuité de son exploitation. Pour ces raisons, nous actualisons les flux futurs de trésorerie du plan d'affaires après restructuration au coût moyen pondéré du capital de la Société (ci-après « CMPC ») pour refléter la structure de financement de la Société. Ce taux a été estimé à 10,5% sur la base :

- D'un taux sans risque de -0,09% correspondant au taux moyen de l'OAT 10 ans (moyenne 1 an calculée à fin juin 2020 - Source : BANQUE DE FRANCE) ;
- D'une prime de risque du marché actions de 8,50% (moyenne un an des primes de risques ASSOCIES EN FINANCE à fin juin 2020), étant observé que le recours à la moyenne un an, permet de ne pas pénaliser l'actionnaire minoritaire du fait du relèvement brutal de la prime de risque depuis le 31 janvier 2020 ;
- D'un bêta désendetté de 0,97⁵⁶ correspondant à la moyenne 1 an des comparables décrits en Annexe 2, réendetté sur la base d'un *Gearing* cible après restructuration de 22,3% et d'un taux d'impôts sur les sociétés en ligne avec la loi de finances 2020 comme indiqué ci-avant (25% à horizon 2022) ;

⁵⁶ Source : CAPITAL IQ au 8 juillet 2020.

- D'un coût de la dette après restructuration de 8% en ligne avec le refinancement de la dette obligataire (plancher Euribor de 1% + 7% *spread i.e.* pas moins de 8%. Jusqu'au 31 décembre 2021, 50% des intérêts peuvent être payés en *cash* et 50% en PIK⁵⁷. À partir du 1^{er} janvier 2022, les intérêts doivent être payés 100% en *cash*).

Nous précisons que ce taux nous paraît très raisonnable compte tenu du profil de la Société, même après la restructuration de sa dette.

3.4.3.1 Résultats de l'évaluation

Sur ces bases, la valeur d'entreprise selon la méthode DCF après restructuration ressort en valeur centrale à 851,6M€. Nous rappelons que cette valeur d'entreprise est à mettre en regard du scénario avec une Augmentation Créanciers de 17M€ et avec 25% de Take-up à l'Augmentation Actions Nouvelles. Nous rappelons que les autres valorisations des différents scénarios sont présentées au §6.4.

Les sensibilités de la valeur d'entreprise SOLOCAL GROUP à une variation combinée du taux d'actualisation (de -1 point à +1 point), du taux de croissance à l'infini (de -1 point à +1 point) sont présentées ci-après.

Figure 31 - Analyse de sensibilité à une variation combinée du taux de croissance à l'infini et du CMPC

		Taux d'actualisation (%)				
		9,5%	10,0%	10,5%	11,0%	11,5%
Croissance à l'infini (%)	3,0%	1 123,1	1 035,5	959,7	893,4	835,0
	2,5%	1 045,9	969,2	902,3	843,2	790,8
	2,0%	979,0	911,3	851,6	798,7	751,4
	1,5%	920,4	860,1	806,6	758,8	715,9
	1,0%	868,8	814,7	766,4	723,0	683,7

Source : Société, analyses FINEXSI

Les sensibilités de la valeur d'entreprise SOLOCAL GROUP à une variation combinée du taux d'actualisation (de -1 point à +1 point), de la marge d'EBITDA (avant IFRS 16) récurrente normative (de -1 point à +1 point) sont présentées ci-après.

Figure 32 - Analyse de sensibilité à une variation combinée de la marge d'EBITDA récurrente et du CMPC

		Taux d'actualisation (%)				
		9,5%	10,0%	10,5%	11,0%	11,5%
Marge d'EBITDA (avant IFRS 16) récurrente normative (%)	+1pt	1 020,7	949,8	887,3	831,8	782,3
	+0,5pt	999,8	930,5	869,5	815,3	766,8
	-	979,0	911,3	851,6	798,7	751,4
	-0,5pt	958,1	892,0	833,8	782,1	735,9
	-1pt	937,3	872,8	816,0	765,6	720,5

Source : Société, analyses FINEXSI

⁵⁷ Payment In Kind.



Compte tenu de l'endettement financier net ajusté après restructuration pour une Augmentation Créanciers de 17M€ et 25% de Take-up à l'Augmentation Actions Nouvelles présenté ci-avant, la valeur centrale des fonds propres de la Société ressort à 562,7M€.

Nous présentons ci-après le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres en distinguant (i) l'endettement financier net avant impact des augmentations de capital et du remboursement de la dette inhérent à l'Opération et (ii) l'impact de l'Opération sur cette valeur.

Ainsi, il ressort dans notre scénario une valeur des fonds propres de 231,9M€ en considérant l'endettement financier net non impacté par l'Opération. Cette valeur est stable quelle que soit le scénario envisagé.

En considérant les différents scénarios (Take-up et montant de l'Augmentation Créanciers), cette valeur sera ajustée au regard des modalités effectives du scénario envisagé.

En considérant un scénario avec une Augmentation Créanciers de 17M€ et 25% de Take-up à l'Augmentation Actions Nouvelles, l'ajustement lié à cette hypothèse conduit à une valeur des fonds propres post-Opération de 562,7M€.

Figure 33 - Analyse du passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres avant/après restructuration

	Avant restructuration	Après restructuration
Valeur d'entreprise (M€) - CMPC 10,5%	851,6	851,6
Passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des Fonds Propres	(619,7)	(288,9)
Valeur des fonds propres (M€)	231,9	562,7

Impact des opérations sur la valeur des fonds propres (cf. §6.3).

Augmentation Créanciers de 17M€ et 25% de Take-up à l'Augmentation Actions Nouvelles

<i>Actions Créanciers</i>	17,0
<i>Actions Nouvelles - actionnaires (espèces)</i>	61,5
<i>Actions Nouvelles - obligataires (compensation)</i>	83,5
<i>Actions Nouvelles - Garantie (compensation)</i>	161,0
<i>Actions Nouvelles - Garantie (espèces)</i>	23,5
<i>Relution Décote</i>	-
<i>Autres</i>	(0,8)
<i>Coûts restructuration</i>	(15,0)
<i>Total</i>	330,7
Valeur des fonds propres après restructuration (M€)	562,7

Source : Société, analyses FINEXSI

Ainsi, après restructuration, les sensibilités de la valeur par action SOLOCAL GROUP à une variation combinée du taux d'actualisation (de -1 point à +1 point), du taux de croissance à l'infini (de -1 point à +1 point) sont présentées ci-après.



Figure 34 - Analyse de sensibilité à une variation combinée du taux de croissance à l'infini et du CMPC

		Taux d'actualisation (%)				
		9,5%	10,0%	10,5%	11,0%	11,5%
Croissance à l'infini (%)	3,0%	0,0651	0,0583	0,0523	0,0472	0,0426
	2,5%	0,0591	0,0531	0,0479	0,0433	0,0392
	2,0%	0,0538	0,0486	0,0439	0,0398	0,0361
	1,5%	0,0493	0,0446	0,0404	0,0367	0,0333
	1,0%	0,0452	0,0410	0,0373	0,0339	0,0308

Source : Société, analyses FINEXSI

Les sensibilités de la valeur par action SOLOCAL GROUP à une variation combinée du taux d'actualisation (de -1 point à +1 point), de la marge d'EBITDA (avant IFRS 16) récurrente normative (de -1 point à +1 point) sont présentées ci-après.

Figure 35 - Analyse de sensibilité à une variation combinée de la marge d'EBITDA récurrente et du CMPC

		Taux d'actualisation (%)				
		9,5%	10,0%	10,5%	11,0%	11,5%
Variation de la marge d'EBITDA récurrente normative (%)	+1pt	0,0571	0,0516	0,0467	0,0424	0,0385
	+0,5pt	0,0555	0,0501	0,0453	0,0411	0,0373
	-	0,0538	0,0486	0,0439	0,0398	0,0361
	-0,5pt	0,0522	0,0471	0,0425	0,0385	0,0349
	-1pt	0,0506	0,0456	0,0411	0,0372	0,0337

Source : Société, analyses FINEXSI

Pour le scénario d'une Augmentation Créanciers de 17M€ et 25% de Take-up à l'Augmentation Actions Nouvelles, nous retiendrons à l'issue de cette analyse une fourchette de valeurs par action SOLOCAL GROUP comprises entre 0,0398€ et 0,0486€, avec une valeur centrale de 0,0439€⁵⁸.

Nous précisons que la fourchette plus large de valorisation après restructuration, quels que soient les scénarios présentés au §6.4 auquel il convient de se référer, s'établit entre 0,0431€ et 0,0451€ par action SOLOCAL GROUP.

⁵⁸ Cette valeur centrale de 0,0439€ par action correspond au prix calculé des actions de la Société après l'émission des dites nouvelles actions de droits, soit au « Theoretical Ex-Rights Price » (TERP) post restructuration avec un scénario d'une augmentation de capital réservée aux créanciers de 17M€ et 25% de Take-up à l'Augmentation Actions Nouvelles.



3.4.4 Comparables boursiers⁵⁹ (à titre secondaire)

Compte tenu de la phase de transition stratégique de SOLOCAL GROUP, nous n'avons pas identifié de société qui lui soit pleinement comparable, en raison notamment de son mix produits et de la diversification de ses activités. Nous rappelons que la mutation de la Société d'une activité Imprimée vers une activité Digital est bien avancée (93,5% du chiffre d'affaires total est Digital au 31 décembre 2019). De plus, l'activité Imprimée sera abandonnée en 2020e, raison pour laquelle le niveau d'EBITDA récurrent de la Société est attendu en baisse en 2021e. Dans la mesure du possible, nous avons conservé dans notre échantillon des sociétés principalement axées sur des activités digitales plutôt que sur des activités d'impression.

Nous avons ainsi identifié plusieurs sociétés cotées dont l'activité et le marché ont été jugés les plus comparables à ceux de SOLOCAL GROUP et dont les données prévisionnelles du *consensus* d'analystes étaient disponibles.

Certaines n'ont pas été retenues en raison d'une faible liquidité du titre ou de l'absence de *consensus* sur notre base de données CAPITAL IQ (comme AXEL SPRINGER par exemple).

Notre échantillon se limite ainsi aux six sociétés considérées comme comparables, bien que des différences subsistent notamment en termes de mix produits, de taille et de positionnement géographique. Ces six sociétés sont présentées en Annexes 2.

Nous comparons ci-après les perspectives de croissance et les marges d'EBITDA attendues en 2020e et 2021e par le *consensus* des analystes suivant les six sociétés de notre échantillon.

Figure 36 - Perspectives de croissance du chiffre d'affaires et taux de marge d'EBITDA attendus par le *consensus* des analystes

Comparables	Pays	CA (mEUR)	Capi (mEUR) *	Croissance du CA			Taux d'EBITDA	
				2020e	2021e	2022e	2020e	2021e
Yelp Inc.	Etats-Unis	904	1 450	(19)%	13 %	8 %	10 %	18 %
Yellow Pages Limited	Canada	277	162	(19)%	(13)%	(12)%	35 %	34 %
TX Group AG	Suisse	989	701	(11)%	(2)%	(1)%	13 %	13 %
Triboo S.p.A.	Italie	76	38	17 %	17 %	17 %	13 %	14 %
Mail.ru Group Limited	Chypre	1 381	4 945	(11)%	20 %	15 %	27 %	29 %
Endurance International Group Holdings, Inc.	Etats-Unis	992	498	(2)%	2 %	3 %	27 %	27 %
Moyenne		770	1299	(7,6)%	6,1%	5,0%	20,6 %	22,7 %
Médiane		946	599	(10,8)%	7,5%	5,6%	19,8 %	22,7 %

Source : CAPITAL IQ

* Capitalisation boursière calculée sur la base du cours de bourse de clôture au 8 juillet 2020.

Nous obtenons ainsi les multiples d'EBITDA suivants sur la base des agrégats estimés issus des *consensus* d'analystes pour 2020e, 2021e et 2022e.

⁵⁹ Nous rappelons que la méthode des comparables boursiers est à mettre en regard du même scénario que celui du DCF présenté ci-avant, soit avec une Augmentation Créanciers de 17M€ et avec 25% de Take-up à l'Augmentation Actions Nouvelles.



Figure 37 - Multiples* observés sur les sociétés comparables

Comparables	Pays	CA (mEUR)	VE (mEUR) **	Taux d'EBITDA		xEBITDA		
				2020e	2021e	2020e	2021e	2022e
Yelp Inc.	Etats-Unis	904	1 342	10 %	18 %	17,2x	7,9x	6,5x
Yellow Pages Limited	Canada	277	342	35 %	34 %	3,0x	3,6x	4,3x
TX Group AG	Suisse	989	839	13 %	13 %	6,8x	6,6x	6,3x
Triboo S.p.A.	Italie	76	55	13 %	14 %	4,8x	3,8x	3,0x
Mail.ru Group Limited	Chypre	1 381	4 599	27 %	29 %	12,2x	9,4x	7,8x
Endurance International Group Holdings, Inc.	Etats-Unis	992	2 102	27 %	27 %	7,3x	7,0x	6,7x
Moyenne		770	1547	20,7 %	22,7 %	8,5x	6,4x	5,8x
Médiane		946	1090	19,8 %	22,7 %	7,1x	6,8x	6,4x

Source : CAPITAL IQ

*Multiples induits par (i) une Valeur d'Entreprise calculée sur la base du CMPV trois mois au 8 juillet 2020 et d'un nombre moyen d'actions sur trois mois.

** Valeur d'entreprise calculée sur la base du CMPV trois mois au 8 juillet 2020.

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

Nous précisons que les multiples ainsi extériorisés s'entendent après application de la norme IFRS 16. Nous avons appliqué les multiples médians 2020e, 2021e, et 2022e calculés sur la base des cours moyens pondérés par les volumes trois mois au 8 juillet 2020, aux prévisions d'EBITDA récurrents 2020e, 2021e et 2022e de la Société après application de la norme IFRS 16. Nous précisons par ailleurs, que l'EBITDA récurrent 2021e de la Société est attendu en baisse par rapport à 2020e tandis que l'EBITDA récurrent 2022e est attendu en hausse par rapport à 2021e. Ce profil d'agrégats est à mettre en regard du contexte de la crise sanitaire du Covid-19, rendant l'exercice de valorisation par les multiples particulièrement délicat, autre raison pour laquelle cette méthode est retenue à titre secondaire.

Le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres est le même que celui du DCF présenté ci-avant (scénario avec 17M€ d'Augmentation Créanciers et 25% de Take-up à l'Augmentation Actions Nouvelles) à l'exception de la prise en compte supplémentaire de la dette de loyers d'un montant de 104,1M€ au 31 décembre 2019 en lien avec l'application de la norme IFRS 16.

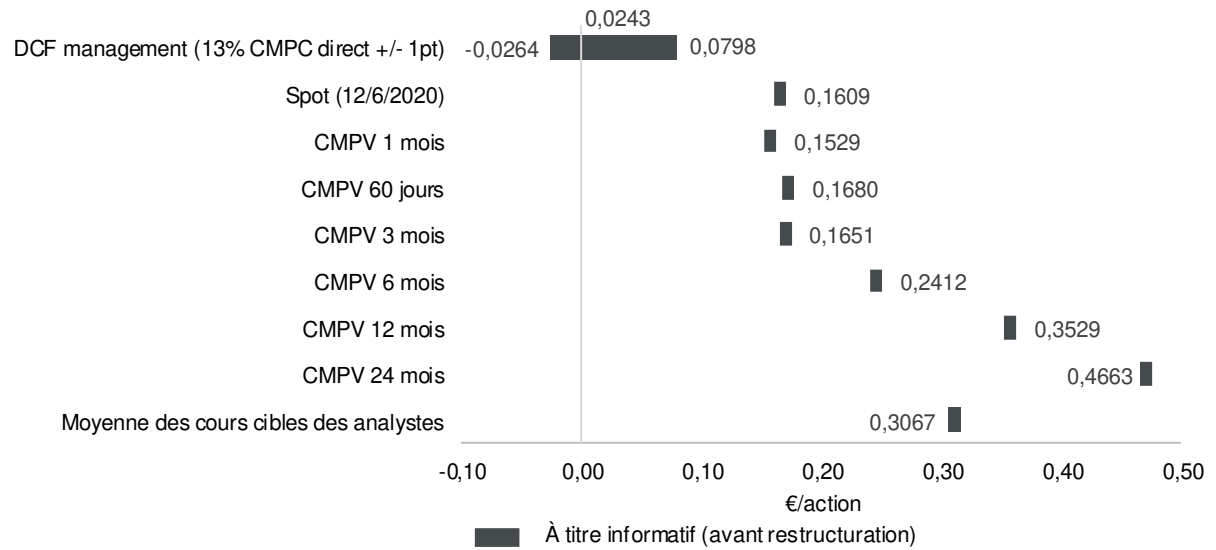
L'application des multiples médians observés sur les comparables boursiers aux EBITDA récurrents 2020e, 2021e, et 2022e fait ressortir une fourchette de valeurs des fonds propres SOLOCAL GROUP comprise entre 431,0M€ et 631,4M€ après restructuration.

Avec un scénario d'une Augmentation Créanciers de 17M€ et 25% de Take-up à l'Augmentation Actions Nouvelles, la fourchette de valeurs par action s'établit entre 0,0336€ et 0,0493€ avec une valeur centrale de 0,0427€ par action SOLOCAL GROUP.



4. Synthèse de nos travaux d'évaluation avant restructuration

Figure 38 - Synthèse des valeurs par action SOLOCAL GROUP avant restructuration



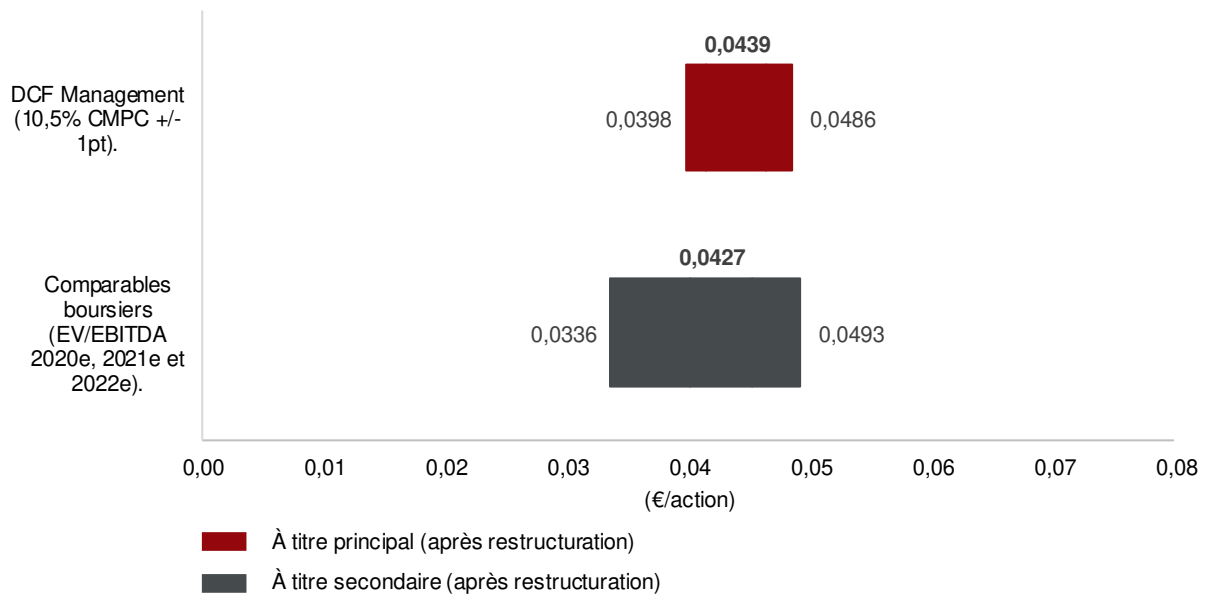
Source : analyses FINEXSI

5. Synthèse de nos travaux d'évaluation après restructuration

Nous rappelons que cette synthèse ne concerne que le scénario avec une Augmentation Créanciers de 17M€ et 25% de Take-up à l'Augmentation Actions Nouvelles.

Il convient de se référer au §6.4 pour la valorisation de SOLOCAL GROUP après restructuration, selon les différents scénarios de Take-up et de souscription à l'Augmentation Créanciers.

Figure 39 - Synthèse des valeurs par action SOLOCAL GROUP après restructuration (Augmentation Créanciers de 17M€ et 25% de Take-up à l'Augmentation Actions Nouvelles)



Source : analyses FINEXSI



6. Analyse financière de l'Opération

6.1 Approche retenue

Pour les besoins de l'Opération et afin d'éviter une situation de « Penny stock » à l'issue de celle-ci, une opération de regroupement d'actions est envisagée (§2.3.6). L'ensemble des analyses présentées ci-après ne tiennent pas compte de l'impact de cette opération.

Par ailleurs, les données relatives à l'Extension⁶⁰, présentées ci-après, se fondent sur l'hypothèse d'une souscription de celle-ci par les parties prenantes (actionnaires et Obligataires) à hauteur de leur participation au capital à l'issue de l'Augmentation Créanciers. En effet, l'engagement pris par les obligataires ayant souscrit l'Augmentation Créanciers, de souscrire à l'Augmentation Actions Nouvelles ne porte pas sur l'Extension. Dès lors il n'est pas possible d'estimer la participation éventuelle de ces derniers à celle-ci.

Nous n'avons, de plus, pas tenu compte du versement de la Commission de Soutien dans le cadre de nos différentes analyses, celle-ci ayant un impact relativement marginal.

Les analyses présentées ci-après ont été réalisées sur la base d'un nombre d'actions dilué au 30 mai 2020 qui pourra être différent de celui effectif à la date de réalisation de l'Opération.

Comme explicité ci-avant (§2.3) l'impact de l'Opération sur la Société est fonction des modalités effectives de réalisation des augmentations de capital susvisées :

- Le montant souscrit dans le cadre de l'Augmentation Créanciers ;
- Le Take-up de l'Augmentation Actions Nouvelles ;
- L'Extension, qui conduirait à une augmentation du montant d'espèces perçu par la Société.

Aussi, nous présentons ci-après les différents impacts de l'Opération en considérant différents niveaux de Take-up (0%, 25%, 50%, 75% et 100%) et l'Extension, selon que le montant de souscription de l'Augmentation Créanciers s'établisse à :

- 10,5M€, soit son montant minimum au regard de l'engagement pris par GOLDENTREE d'y souscrire ;
- 17M€ correspondant à son montant maximum.

Pour rappel, le Take-up de l'Augmentation Actions Nouvelles est relatif à l'exercice des DPS détenus par les actionnaires pré-Opération, *i.e.* à l'exclusion des DPS détenus par les souscripteurs de l'Augmentation Créanciers.

⁶⁰ Qui, pour rappel, ne pourra intervenir qu'en cas de sursouscription de l'Augmentation Actions Nouvelles.



6.2 Analyse de la structure financière post-Opération

Comme indiqué ci-avant (§2.3.1), le projet de restructuration envisagé vise à permettre au Groupe d'avoir accès à des liquidités afin de lui permettre de faire face aux besoins générés par la crise sanitaire tout en allégeant le poids de sa dette.

Nous présentons ci-après l'impact de l'Opération sur la dette, la trésorerie et les fonds propres consolidés de la Société.

6.2.1 Incidence de l'Opération sur la dette brute de la Société

Dans le cadre de nos analyses, nous avons considéré le montant nominal de la dette financière, à distinguer de son montant à établir selon les règles IFRS (notamment du fait de l'impact d'IFRS 16) ou de sa valeur de marché pour les créanciers.

6.2.1.1 Incidence de l'Opération sur la dette obligataire brute

La dette résiduelle relative aux Obligations 2022 sera fonction :

- Du montant de la dette convertie dans le cadre de l'Augmentation Créanciers et de l'Augmentation Actions Nouvelles (au titre (i) de l'engagement d'exercice des DPS pris par obligataires devenus actionnaires dans le cadre de l'Augmentation Créanciers et (ii) de la mise en œuvre de la garantie de l'Augmentation Actions Nouvelles par les Obligataires) ;
- Du montant remboursé en espèce par la Société.

Nous présentons ci-après le montant résiduel des Obligations 2022 de la Société selon les différents scénarios envisagés :

Figure 40 - Evolution dette Obligations 2022 @ Augmentation Créanciers 10,5M€

	Take-up 0%	Take-up 25%	Take-up 50%	Take-up 75%	Take-up 100%	Extension
Nominal obligations	398	398	398	398	398	398
Coupons non payés (mars/juin/sept)	30	30	30	30	30	30
Intérêts courus	2	2	2	2	2	2
Total dette obligataire	429	429	429	429	429	429
Actions Créanciers	(11)	(11)	(11)	(11)	(11)	(11)
Actions Nouvelles (exercice DPS)	(58)	(58)	(58)	(58)	(58)	(67)
Actions Nouvelles - Garantie (compensation)	(193)	(193)	(139)	(69)	-	-
Total dette convertie	(262)	(262)	(208)	(138)	(69)	(77)
Total remboursement	-	-	(39)	(108)	(178)	(178)
Dette obligataire résiduelle	168	168	183	183	183	174
Variation	(262)	(262)	(247)	(247)	(247)	(255)

Source : Documentation publique et analyse Finexsi

En fonction des modalités effectives de réalisation de l'Augmentation Actions Nouvelles, le montant de la dette résiduelle de la Société, relative aux Obligations 2022, s'établira dans une fourchette de 168M€ à 183M€ (ou 185 M€ en considérant le paiement de la Commission de Soutien : 183M€ + 2M€ = 185M€⁶¹) en considérant une Augmentation Créanciers souscrite à 10,5M€ :

⁶¹ La variation de dette serait alors de 244 M€.



- Les variations de la dette convertie entre les différentes bornes s'expliquent par la progression du Take-up des actionnaires qui vient diminuer le montant converti de dette au titre de la garantie accordée dans le cadre de l'Augmentation Créanciers ;
- Le passage d'un solde de dette résiduel de 168M€ à 183M€ entre la borne 25% et 50% de Take-up s'explique par l'atteinte d'un niveau de souscription par les actionnaires permettant à la Société d'obtenir un montant en espèces supérieur à 100M€ (avant impact éventuel de la Commission de Soutien). Pour mémoire, les premiers 100M€ perçus par la Société dans le cadre de l'Augmentation Actions Nouvelles seront (i) conservés à hauteur de 85M€ par la Société et (ii) utilisés à hauteur de 15M€ pour rembourser la dette RCF. Aussi, ce n'est qu'à partir de l'atteinte de ce niveau de souscription que la Société commencera à rembourser sa dette obligataire.
- La diminution du montant résiduel de dette obligataire dans le cas de l'Extension s'explique par l'hypothèse prise selon laquelle l'Extension sera souscrite par voie de compensation de créances par les Obligataires, devenus actionnaires lors de l'Augmentation Créanciers, à hauteur de leur pourcentage de participation dans le capital.

Figure 41 - Evolution dette Obligations 2022 @ Augmentation Créanciers 17M€

	Take-up 0%	Take-up 25%	Take-up 50%	Take-up 75%	Take-up 100%	Extensio n
Nominal obligations	398	398	398	398	398	398
Coupons non payés (mars/juin/sept)	30	30	30	30	30	30
Intérêts courus	2	2	2	2	2	2
Total dette obligataire	429	429	429	429	429	429
Actions Créanciers	(17)	(17)	(17)	(17)	(17)	(17)
Actions Nouvelles (exercice DPS)	(83)	(83)	(83)	(83)	(83)	(96)
Actions Nouvelles - Garantie (compensation)	(161)	(161)	(123)	(62)	-	-
Total dette convertie	(262)	(262)	(223)	(162)	(100)	(113)
Total remboursement	-	-	(23)	(85)	(146)	(146)
Dette obligataire résiduelle	168	168	183	183	183	170
Variation	(262)	(262)	(247)	(247)	(247)	(259)

Source : Documentation publique et analyse Finexsi

Dans le cas où l'Augmentation Créanciers serait souscrite en totalité, on observe l'impact du pourcentage de participation dans le capital de la Société pré-Augmentation Actions Nouvelles (25,3% vs. 17,3% - cf. §2.3.2), notamment dans le cas de l'Extension.

Nous précisons que les montants de charges d'intérêts et le respect des covenants, associés aux modalités de la dette obligataire post-Opération, sont compatibles avec les flux prévisionnels du plan d'affaires qui nous a été communiqué.

Pour rappel, la dette obligataire post-Opération pourra être augmentée dans le cas de la mise en œuvre du mécanisme de garantie du PGE (§2.3.9).



6.2.1.2 Incidence de l'Opération sur le RCF

Dans le cadre de l'Opération, une partie de la dette RCF pourrait faire l'objet d'un remboursement, étant rappelé que les termes et conditions de la dette subsistante feront l'objet de modifications (§2.3.11).

Nous présentons ci-après le montant résiduel de la dette RCF en fonction des différents scénarios analysés :

Figure 42 - Impact de l'Opération sur le RCF @ Augmentation Créanciers 10,5M€

	Take-up 0%	Take-up 25%	Take-up 50%	Take-up 75%	Take-up 100%	Extension
Dette RCF pré-Opération	50	50	50	50	50	50
Remboursement RCF Augmentation Actions Nouvelles	-	-	(15)	(15)	(15)	(15)
Remboursement additionnel RCF (Extension)	-	-	-	-	-	(21)
Dette RCF résiduelle	50	50	35	35	35	14
Variation	-	-	(15)	(15)	(15)	(36)

Source : Documentation publique et analyse Finexsi

L'évolution de la dette RCF reste stable jusqu'à l'atteinte du Take-up permettant à la Société de percevoir un montant de liquidité, net de la Commission de Soutien, supérieur à 85M€. Pour mémoire (§ 1.3.3), la tranche de 15M€ immédiatement supérieure à ces 85M€ servira au remboursement du RCF.

Dans le cadre de l'Extension, la diminution s'explique par le fait que la moitié du montant additionnel perçu en espèce par la Société servira au remboursement du RCF (§2.3.3). Dans notre illustration, ce montant additionnel correspond au montant souscrit par les actionnaires, i.e. à l'exclusion du montant souscrit par les Obligataires, dont nous avons considéré qu'il serait souscrit par voie de compensation de créances.

Figure 43 - Impact de l'Opération sur le RCF @ Augmentation Créanciers 17M€

	Take-up 0%	Take-up 25%	Take-up 50%	Take-up 75%	Take-up 100%	Extension
Dette RCF pré-Opération	50	50	50	50	50	50
Remboursement RCF Augmentation Actions Nouvelles	-	-	(15)	(15)	(15)	(15)
Remboursement additionnel RCF (Extension)	-	-	-	-	-	(18)
Dette RCF résiduelle	50	50	35	35	35	17
Variation	-	-	(15)	(15)	(15)	(33)

Source : Documentation publique et analyse Finexsi

Dans le cadre d'une souscription en totalité de l'Augmentation Créanciers, la position de la dette RCF resterait identique à l'exception du cas de l'Extension. Cela s'explique par :

- une souscription par voie de compensation de créances plus importante de celle-ci par les Obligataires (du fait d'un pourcentage dans le capital pré-Augmentation Actions nouvelles plus important : 25,3% contre 17,3% - §2.3.2);
- une base de l'Extension sur laquelle est appliqué le pourcentage de 15% moins importante : 329,5M€ contre 336M€.

Nous avons par ailleurs vérifié que le plan d'affaires de la Société permettait de respecter les nouvelles modalités de la dette RCF.



6.2.1.3 Synthèse de l'incidence de l'Opération sur la dette brute

En synthèse, en considérant ;

- le PGE de 32M€, et sous réserve des modalités de l'émission obligataire qui viendrait en garantie en cas de non-obtention de celui-ci ;
- Les autres dettes liées au financement d'actifs et de factoring qui ressortent de la présentation de l'accord sur le renforcement de la structure financière en date du 3 juillet 2020 d'un montant de 6M€.

La dette financière brute de la Société (excluant donc les passifs fiscaux et sociaux) évoluerait de la manière suivante du fait de la réalisation de l'Opération :

Figure 44 - Impact de l'Opération sur la dette brute @ Augmentation Créanciers 10,5M€

	Take-up 0%	Take-up 25%	Take-up 50%	Take-up 75%	Take-up 100%	Extension
Dette Obligations 2022 pré-Opération	429	429	429	429	429	429
Montant RCF préopération	50	50	50	50	50	50
Financement d'actifs et factoring	6	6	6	6	6	6
Total	485	485	485	485	485	485
PGE	32	32	32	32	32	32
Variation Obligations 2022	(262)	(262)	(247)	(247)	(247)	(255)
Variation RCF	-	-	(15)	(15)	(15)	(36)
Solde	256	256	256	256	256	226

Source : Documentation publique et analyse Finexsi

Figure 45 - Impact de l'Opération sur la dette brute @ Augmentation Créanciers 17M€

	Take-up 0%	Take-up 25%	Take-up 50%	Take-up 75%	Take-up 100%	Extension
Dette Obligations 2022 pré-Opération	429	429	429	429	429,3	429
Montant RCF préopération	50	50	50	50	50	50
Financement d'actifs et factoring	6	6	6	6	6	6
Total	485	485	485	485	485	485
PGE	32	32	32	32	32	32
Variation Obligations 2022	(262)	(262)	(247)	(247)	(247)	(259)
Variation RCF	-	-	(15)	(15)	(15)	(33)
Solde	256	256	256	256	256	225

Source : Documentation publique et analyse Finexsi

La dette brute de la Société s'établirait à 256M€ post-Opération et pourrait être ramenée à un niveau de 225M€ à 226M€ en cas de réalisation de l'Extension. Dans le cas où la Commission de soutien serait payée en totalité, ce montant pourrait être ajusté à la hausse à hauteur de 2,13 M€ soit une dette brute de 258M€ (hors Extension).

6.2.2 Incidence de l'Opération sur la trésorerie de la Société

Nous avons également simulé l'impact de l'Opération en termes de trésorerie pour la Société.

Pour mémoire, la trésorerie post-Opération dépendra de plusieurs facteurs :

- Le montant des espèces perçues au titre de l'exercice des prix de souscription de l'Augmentation Actions Nouvelles qui dépend du montant souscrit de l'Augmentation Créanciers, du niveau de Take-up et de la réalisation ou non de l'Extension ;
- Du montant de remboursement de dettes (Obligations 2022 et RCF) qui varie selon les mêmes paramètres ;

- L'obtention du PGE et des modalités de la mise en œuvre de la garantie accordée par certains créanciers ;
- Du niveau de Décote sur le remboursement des Obligations 2022 qui dépendra du niveau de Take-up.

Figure 46 - Impact de l'Opération sur la trésorerie de la Société @ Augmentation Créanciers 10,5M€

	Take-up 0%	Take-up 25%	Take-up 50%	Take-up 75%	Take-up 100%	Extension
Souscription Actions Nouvelles - Actionnaires	-	69	139	208	278	319
Souscription Actions Nouvelles - Garantie (espèces)	85	16	-	-	-	-
Cash in augmentations de capital	85	85	139	208	278	319
Obligations remboursées	-	-	(39)	(108)	(178)	(178)
Décote	-	-	2	8	18	18
Remboursement des obligations net de la Décote	-	-	(37)	(100)	(160)	(160)
Remboursement RCF Augmentation Actions Nouvelles	-	-	(15)	(15)	(15)	(15)
Remboursement additionnel RCF (Extension)	-	-	-	-	-	(21)
Remboursement dettes	-	-	(52)	(115)	(175)	(196)
PGE	32	32	32	32	32	32
Trésorerie perçue avant coûts de restructuration	117	117	119	125	135	156
Coûts restructuration	(15)	(15)	(15)	(15)	(15)	(15)
Autres	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
Coûts restructuration	(16)	(16)	(16)	(16)	(16)	(16)
Trésorerie générée par l'Opération	101	101	103	109	119	140

Source : Documentation publique et analyse Finexsi

Ce tableau appelle les remarques suivantes de notre part :

- L'atteinte de l'objectif de trésorerie de 117M€ avant coûts de restructuration est atteint, quel que soit le scénario envisagé ;
- Nous notons que le mécanisme de Décote n'intervient qu'à partir d'un Take-up d'environ 36%, qui est le niveau permettant à la Société de percevoir 100M€ en numéraire⁶². En effet, ce n'est qu'après avoir obtenu un montant en espèces couvrant le besoin de trésorerie de 85M€ et le remboursement du RCF de 15M€ que la Société commencera à rembourser la dette d'Obligations 2022 ;
- La position de trésorerie avant coûts de restructuration progresse ainsi à partir de ce niveau de Take-up du fait de la Décote ;
- Nous rappelons que cette trésorerie servira notamment à rembourser les passifs fiscaux et sociaux de la Société.

⁶² Ce montant serait augmenté à hauteur du montant de la Commission de Soutien.



Figure 47 - Impact de l'Opération sur la trésorerie de la Société @ Augmentation Créanciers 17M€

	Take-up 0%	Take-up 25%	Take-up 50%	Take-up 75%	Take-up 100%	Extension
Souscription Actions Nouvelles - Actionnaires	-	62	123	185	246	283
Souscription Actions Nouvelles - Garantie (espèces)	85	23	-	-	-	-
Cash in augmentations de capital	85	85	123	185	246	283
Obligations remboursées	-	-	(23)	(85)	(146)	(146)
Décote	-	-	1	6	15	15
Remboursement des obligations net de la Décote	-	-	(22)	(78)	(131)	(131)
Remboursement RCF Augmentation Actions Nouveilles	-	-	(15)	(15)	(15)	(15)
Remboursement additionnel RCF (Extension)	-	-	-	-	-	(18)
Remboursement dettes	-	-	(37)	(93)	(146)	(165)
PGE	32	32	32	32	32	32
Trésorerie perçue avant coûts de restructuration	117	117	118	123	132	150
Coûts restructuration	(15)	(15)	(15)	(15)	(15)	(15)
Autres	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
Coûts restructuration	(16)	(16)	(16)	(16)	(16)	(16)
Trésorerie générée par l'Opération	101	101	102	108	116	134

Source : Documentation publique et analyse Finexsi

En considérant une souscription en totalité de l'Augmentation Créanciers, la trésorerie post-Opération reste à des niveaux équivalents. L'évolution observée dans le cas de l'Extension provient (i) de l'application du pourcentage de 15% sur une base moins importante (329,5M€ contre 336M€ dans le cas d'une Augmentation Créanciers souscrite à 10,5M€ et (ii) d'une participation des Obligataires plus importante à celle-ci (25,3% contre 17,3% - §2.3.2).

Pour rappel, nous n'avons pas tenu compte, dans nos analyses, du paiement par la Société de la Commission de Support d'un montant maximum de 2,13M€⁶³. Le montant effectivement payé sera fonction des engagements pris par les actionnaires et s'établira :

- Entre 0 € et 2,13M€ jusqu'à l'atteinte d'un niveau d'engagement permettant à la Société d'obtenir un montant en espèces de 85M€ au titre des prix de souscription de l'Augmentation Nouvelles Actions payés par les actionnaires. Ce niveau représente un engagement de Take-Up d'environ 30% à 35% selon la souscription de l'Augmentation Créanciers ;
- Au-delà de ce niveau d'engagement de souscription, le montant payé par la Société au titre de cette commission sera plafonné à 2,13M€.

6.2.3 Incidence de l'Opération sur les fonds propres de la Société

Nous présentons ci-après l'incidence de l'Opération sur les fonds propres consolidés de la Société. Ces derniers seront impactés par le montant des différentes opérations de capital qui interviendraient dans le cadre de l'Opération.

⁶³ 2,5% * 85M€.

Figure 48 - Impact de l'Opération sur les fonds propres de la Société @ Augmentation Créanciers 10,5M€

	Take-up 0%	Take-up 25%	Take-up 50%	Take-up 75%	Take-up 100%	Take-up 100%
Fonds propres 31 décembre 2019	(639)	(639)	(639)	(639)	(639)	(639)
Actions Créanciers	11	11	11	11	11	11
Impact Augmentation Créanciers	11	11	11	11	11	11
Actions Nouvelles - actionnaires (espèces)	-	69	139	208	278	319
Actions Nouvelles - actionnaires obligataires (compensat	58	58	58	58	58	67
Actions Nouvelles - Garantie (compensation)	193	193	139	69	-	-
Actions Nouvelles - Garantie (espèces)	85	16	-	-	-	-
Impact Augmentation Actions Nouvelles	336	336	336	336	336	386
Actions Restructuration	13	13	13	13	13	13
Impact Augmentation Restructuration	13	13	13	13	13	13
Fonds propres post-Opération	(279)	(279)	(279)	(279)	(279)	(230)

Source : Documentation publique et analyse Finexsi

A fin décembre 2019, les fonds propres consolidés de la Société s'établissent à -639M€. Ils devraient être ramenés à un montant compris entre -279M€ et -230M€ après restructuration⁶⁴. L'absence d'évolution sur les bornes de 0% à 100% de Take-up provient de la garantie de l'Augmentation Actions Nouvelles par les Obligataires qui assure la souscription de la totalité de celle-ci. Seul le cas de l'Extension permettra d'améliorer la situation des fonds propres du fait d'un montant de l'Augmentation Actions Nouvelles augmenté jusqu'à 15%.

Figure 49 - Impact de l'Opération sur les fonds propres de la Société @ Augmentation Créanciers 17M€

	Take-up 0%	Take-up 25%	Take-up 50%	Take-up 75%	Take-up 100%	Take-up 100%
Fonds propres 31 décembre 2019	(639)	(639)	(639)	(639)	(639)	(639)
Actions Créanciers	17	17	17	17	17	17
Impact Augmentation Créanciers	17	17	17	17	17	17
Actions Nouvelles - actionnaires (espèces)	-	62	123	185	246	283
Actions Nouvelles - actionnaires obligataires (comper	83	83	83	83	83	96
Actions Nouvelles - Garantie (compensation)	161	161	123	62	-	-
Actions Nouvelles - Garantie (espèces)	85	23	-	-	-	-
Impact Augmentation Actions Nouvelles	329	329	330	329	330	379
Actions Restructuration	13	13	13	13	13	13
Impact Augmentation Restructuration	13	13	13	13	13	13
Fonds propres post-Opération	(279)	(279)	(279)	(279)	(279)	(230)

Source : Documentation publique et analyse Finexsi

En cas de souscription en totalité de l'Augmentation Créanciers, les fonds propres de l'Opération resteraient identiques.

Il convient donc de relever que les fonds propres de la Société post-restructuration resteront négatifs à hauteur de 230M€ / 280M€ ce qui représente environ 2,5 / 3 années de flux de trésorerie libres⁶⁵.

⁶⁴ Avant impact de l'exercice 2020.

⁶⁵ Sur la base d'un flux de trésorerie opérationnel libre annuel (EBITDA + éléments non monétaires + variation de BFR – Capex) de 90M€ prévu à partir de 2022, tel que communiqué par la Société lors de son communiqué en date du 18 mai 2020.

6.3 Prix de souscription moyen des actionnaires et des obligataires

Nous présentons ci-après le prix moyen de souscription pour les différentes parties prenantes aux augmentations de capital que sont les actionnaires et les Obligataires.

S'agissant de ces derniers, nous avons considéré deux prix moyens de souscription :

- Le prix moyen avant impact des Actions Restructuration ;
- Le prix moyen après impact des Actions Restructuration.

Cette différenciation a été réalisée dans la mesure où ces actions ne sont destinées qu'aux seuls membres du Comité des Obligataires, i.e. à l'exclusion des autres porteurs d'Obligations 2022.

Figure 50 - Prix de souscription moyen @ Augmentation Créanciers 10,5M€

	Take-up 0%			Take-up 25%			Take-up 50%			Take-up 75%			Take-up 100%			Extension		
	Valeur	Nb actions	Val / action	Valeur	Nb actions	Val / action	Valeur	Nb actions	Val / action	Valeur	Nb actions	Val / action	Valeur	Nb actions	Val / action	Valeur	Nb actions	Val / action
Pour les Obligataires :																		
Actions Créanciers	11	131	0,0800	11	131	0,0800	11	131	0,0800	11	131	0,0800	11	131	0,0800	11	131	0,0800
Actions Nouvelles - obligataires (compensation)	58	1 941	0	58	1 941	0	58	1 941	0	58	1 941	0	58	1 941	0	67	2 232	0
Actions Nouvelles - Garantie (compensation)	193	6 426	0,0300	193	6 426	0,0300	139	4 630	0,0300	69	2 315	0,0300	-	-	-	-	-	-
Actions Nouvelles - Garantie (espèces)	85	2 833	0,0300	16	519	0,0300	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Prix souscr. moyen pré-Actions Restructuration	347	11 331	0,0306	277	9 016	0,0307	208	6 702	0,0310	138	4 387	0,0315	69	2 072	0,0332	77	2 363	0,0328
Actions Restructuration - Garantie	7	184	0,0354	7	184	0,0354	7	184	0,0354	7	184	0,0354	7	184	0,0354	7	184	0,0354
Actions Restructuration - Restructuration	7	184	0,0354	7	184	0,0354	7	184	0,0354	7	184	0,0354	7	184	0,0354	7	184	0,0354
Prix souscr. moyen post-Actions Restructuration	360	11 698	0,0307	290	9 384	0,0309	221	7 069	0,0312	151	4 754	0,0318	82	2 439	0,0335	90	2 730	0,0331
Pour les actionnaires :																		
Actions Nouvelles - actionnaires (espèces)	-	-	-	69	2 315	0,0300	139	4 630	0,0300	208	6 944	0,0300	278	9 259	0,0300	319	10 648	0,0300
Actions Gratuites	-	626	-	-	626	-	-	626	-	-	626	-	-	626	-	-	626	-
Prix de souscription moyen Actionnaires	-	626	-	69	2 941	0,0236	139	5 256	0,0264	208	7 571	0,0275	278	9 885	0,0281	319	11 274	0,0283

Source : Documentation publique et analyse Finexsi

Figure 51 - Prix de souscription moyen @ Augmentation Créanciers 17M€

	Take-up 0%			Take-up 25%			Take-up 50%			Take-up 75%			Take-up 100%			Extension		
	Valeur	Nb actions	Val / action	Valeur	Nb actions	Val / action	Valeur	Nb actions	Val / action	Valeur	Nb actions	Val / action	Valeur	Nb actions	Val / action	Valeur	Nb actions	Val / action
Pour les Obligataires :																		
Actions Créanciers	17	213	0,0800	17	213	0,0800	17	213	0,0800	17	213	0,0800	17	213	0,0800	17	213	0,0800
Actions Nouvelles - obligataires (compensation)	83	2 783	0,0300	83	2 783	0,0300	83	2 783	0,0300	83	2 783	0,0300	83	2 783	0,0300	96	3 200	0,0300
Actions Nouvelles - Garantie (compensation)	161	5 367	0,0300	161	5 367	0,0300	123	4 100	0,0300	62	2 050	0,0300	-	-	-	-	-	-
Actions Nouvelles - Garantie (espèce)	85	2 833	0,0300	23	783	0,0300	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Prix souscr. moyen pré-Actions Restructuration	346	11 196	0,0309	285	9 146	0,0312	223	7 096	0,0315	162	5 045	0,0321	100	2 995	0,0335	113	3 413	0,0331
Actions Restructuration - Garantie	7	184	0,0354	7	184	0,0354	7	184	0,0354	7	184	0,0354	7	184	0,0354	7	184	0,0354
Actions Restructuration - Restructuration	7	184	0,0354	7	184	0,0354	7	184	0,0354	7	184	0,0354	7	184	0,0354	7	184	0,0354
Prix souscr. moyen post-Actions Restructuration	359	11 563	0,0311	298	9 513	0,0313	236	7 463	0,0317	175	5 413	0,0323	113	3 363	0,0337	126	3 780	0,0333
Pour les actionnaires :																		
Actions Nouvelles - actionnaires (espèces)	-	-	-	62	2 050	0,0300	123	4 100	0,0300	185	6 150	0,0300	246	8 201	0,0300	283	9 431	0,0300
Actions Gratuites	-	626	-	-	626	-	-	626	-	-	626	-	-	626	-	-	626	-
Prix de souscription moyen Actionnaires	-	626	-	62	2 676	0,0230	123	4 726	0,0260	185	6 777	0,0272	246	8 827	0,0279	283	10 057	0,0281

Nous relevons que le prix de souscription moyen des actionnaires ressort toujours inférieur à celui des Obligataires. Le différentiel est d'autant plus important que le niveau de Take-up est faible du fait de l'impact des Actions Gratuites.

6.4 Valorisation post-Opération de la Société en fonction des différents scénarios analysés sur la base de la valeur centrale ressortant en DCF

Nous présentons ci-après l'incidence de l'Opération sur l'évolution de la valeur intrinsèque de la Société issue de notre valorisation DCF (§3.4.3).

Nous avons simulé la valeur des fonds propres et la valeur par action associée qui découleraient des différents scénarios analysés :

Figure 52 - Equity post-Opération @Augmentation Créanciers 10,5M€

	Take-up 0%			Take-up 25%			Take-up 50%			Take-up 75%			Take-up 100%			Extension		
	Valeur	Nombre d'action	TERP	Valeur	Nombre d'action	TERP	Valeur	Nombre d'action	TERP	Valeur	Nombre d'action	TERP	Valeur	Nombre d'action	TERP	Valeur	Nombre d'action	TERP
Valeur DCF centrale avant Opération	232	626	0,3704	232	626	0,3704	232	626	0,3704	232	626	0,3704	232	626	0,3704	232	626	0,3704
Actions Créanciers	11	131	0,0800	11	131	0,0800	11	131	0,0800	11	131	0,0800	11	131	0,0800	11	131	0,0800
Equity post Augmentation Créanciers	242	757	0,3201	242	757	0,3201	242	757	0,3201	242	757	0,3201	242	757	0,3201	242	757	0,3201
Actions Nouvelles - actionnaires (espèces)	-	-	-	69	2 315	0,0300	139	4 630	0,0300	208	6 944	0,0300	278	9 259	0,0300	319	10 648	0,0300
Actions Nouvelles - obligataires (compensation)	58	1 941	0,0300	58	1 941	0,0300	58	1 941	0,0300	58	1 941	0,0300	58	1 941	0,0300	67	2 232	0,0300
Actions Nouvelles - Garantie (compensation)	193	6 426	0,0300	193	6 426	0,0300	139	4 630	0,0300	69	2 315	0,0300	-	-	-	-	-	-
Actions Nouvelles - Garantie (espèces)	85	2 833	0,0300	16	519	0,0300	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Equity post Augmentation Actions Nouvelles	578	11 957	0,0484	578	11 957	0,0484	578	11 957	0,0484	578	11 957	0,0484	578	11 957	0,0484	629	13 637	0,0461
Actions Gratuites	-	626	-	-	626	-	-	626	-	-	626	-	-	626	-	-	626	-
Equity post Augmentation Actions Gratuites	578	12 584	0,0460	578	12 584	0,0460	578	12 584	0,0460	578	12 584	0,0460	578	12 584	0,0460	629	14 264	0,0441
Actions Restructuration - Garantie	-	184	-	-	184	-	-	184	-	-	184	-	-	184	-	-	184	-
Actions Restructuration - Restructuration	-	184	-	-	184	-	-	184	-	-	184	-	-	184	-	-	184	-
Equity post Augmentation Restructuration	578	12 951	0,0447	578	12 951	0,0447	578	12 951	0,0447	578	12 951	0,0447	578	12 951	0,0447	629	14 631	0,0430
Equity post AK Coordination fee	578	12 951	0,0447	578	12 951	0,0447	578	13 135	0,0440	578	13 135	0,0440	578	13 135	0,0440	629	14 815	0,0424
Relution Décote	-	-	-	-	-	-	2	-	-	8	-	-	18	-	-	18	-	-
Autres	(1)	-	-	(1)	-	-	(1)	-	-	(1)	-	-	(1)	-	-	(1)	-	-
Coûts restructuration	(15)	-	-	(15)	-	-	(15)	-	-	(15)	-	-	(15)	-	-	(15)	-	-
Equity post opération	563	12 951	0,0434	563	12 951	0,0434	565	12 951	0,0436	571	12 951	0,0441	580	12 951	0,0448	631	14 631	0,0431
Evolution	132%	1 610%	(86%)	132%	1 610%	(86%)	133%	1 610%	(86%)	135%	1 610%	(86%)	139%	1 610%	(86%)	160%	1 832%	(87%)

Source : Documentation publique et analyse Finexsi

Nous observons un léger effet relatif du Take-up sur le TERP post-Opération (hors Extension) qui s'explique par l'impact relatif de la Décote qui commence à produire des effets à un niveau de Take-up compris entre les bornes 25% et 50%.

La diminution du TERP dans le cadre de l'Extension s'explique par la part plus importante de dette obligataire convertie, du fait de la participation des Obligataires à celle-ci à hauteur de leur pourcentage de participation dans le capital post-Augmentation Créanciers.

Figure 53 - Equity post-Opération @Augmentation Créanciers 17M€

	Take-up 0%			Take-up 25%			Take-up 50%			Take-up 75%			Take-up 100%			Extension		
	Valeur	Nombre d'action	TERP	Valeur	Nombre d'action	TERP	Valeur	Nombre d'action	TERP	Valeur	Nombre d'action	TERP	Valeur	Nombre d'action	TERP	Valeur	Nombre d'action	TERP
Valeur DCF centrale avant Opération	232	626	0,3704	232	626	0,3704	232	626	0,3704	232	626	0,3704	232	626	0,3704	232	626	0,3704
Actions Créanciers	17	213	0,0800	17	213	0,0800	17	213	0,0800	17	213	0,0800	17	213	0,0800	17	213	0,0800
Equity post Augmentation Créanciers	249	839	0,2968	249	839	0,2968	249	839	0,2968	249	839	0,2968	249	839	0,2968	249	839	0,2968
Actions Nouvelles - actionnaires (espèces)	-	-	-	62	2 050	0,0300	123	4 100	0,0300	185	6 150	0,0300	246	8 201	0,0300	283	9 431	0,0300
Actions Nouvelles - obligataires (compensation)	83	2 783	0,0300	83	2 783	0,0300	83	2 783	0,0300	83	2 783	0,0300	83	2 783	0,0300	96	3 200	0,0300
Actions Nouvelles - Garantie (compensation)	161	5 367	0,0300	161	5 367	0,0300	123	4 100	0,0300	62	2 050	0,0300	-	-	-	-	-	-
Actions Nouvelles - Garantie (espèces)	85	2 833	0,0300	23	783	0,0300	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Equity post Augmentation Actions Nouvelles	578	11 822	0,0489	578	11 822	0,0489	578	11 822	0,0489	578	11 822	0,0489	578	11 822	0,0489	628	13 470	0,0466
Actions Gratuites	-	626	-	-	626	-	-	626	-	-	626	-	-	626	-	-	626	-
Equity post Augmentation Actions Gratuites	578	12 448	0,0465	578	12 448	0,0465	578	12 448	0,0465	578	12 448	0,0465	578	12 448	0,0465	628	14 096	0,0445
Actions Restructuration - Garantie	-	184	-	-	184	-	-	184	-	-	184	-	-	184	-	-	184	-
Actions Restructuration - Restructuration	-	184	-	-	184	-	-	184	-	-	184	-	-	184	-	-	184	-
Equity post Augmentation Restructuration	578	12 815	0,0451	578	12 815	0,0451	578	12 815	0,0451	578	12 815	0,0451	578	12 815	0,0451	628	14 463	0,0434
Equity post AK Coordination fee	578	12 815	0,0451	578	12 815	0,0451	578	12 999	0,0445	578	12 999	0,0445	578	12 999	0,0445	628	14 647	0,0429
Relution Décote	-	-	-	-	-	-	1	-	-	6	-	-	15	-	-	15	-	-
Autres	(1)	-	-	(1)	-	-	(1)	-	-	(1)	-	-	(1)	-	-	(1)	-	-
Coûts restructuration	(15)	-	-	(15)	-	-	(15)	-	-	(15)	-	-	(15)	-	-	(15)	-	-
Equity post opération	563	12 815	0,0439	563	12 815	0,0439	564	12 815	0,0440	569	12 815	0,0444	577	12 815	0,0450	627	14 463	0,0433
Evolution	126%	1 428%	(85%)	126%	1 428%	(85%)	126%	1 428%	(85%)	129%	1 428%	(85%)	132%	1 428%	(85%)	152%	1 624%	(85%)

Source : Documentation publique et analyse Finexsi

Nous observons des tendances similaires dans le cas d'une Augmentation Créanciers souscrite à 17M€ avec néanmoins un effet relatif lié à une portion de dette plus importante convertie au prix de souscription de l'Augmentation Créanciers (0,08€).

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

Le tableau ci-dessous reprend le nombre de titres obtenus par les actionnaires et les créanciers à la suite de chaque étape de la restructuration :

Figure 54 - Actionnariat post-Opération @Augmentation Créanciers 10,5M€⁶⁶

En millions	Take-up 0%		Take-up 25%		Take-up 50%		Take-up 75%		Take-up 100%		Extension	
	Nombre	%	Nombre	%	Nombre	%	Nombre	%	Nombre	%	Nombre	%
Actions pré-Opération (hors autodétention)	626,2	4,8%	626,2	4,8%	626,2	4,8%	626,2	4,8%	626,2	4,8%	626,2	4,3%
Actions Nouvelles	-	-	2 314,8	17,9%	4 629,6	35,7%	6 944,5	53,6%	9 259,3	71,5%	10 648,2	72,8%
Actions Gratuites	626,2	4,8%	626,2	4,8%	626,2	4,8%	626,2	4,8%	626,2	4,8%	626,2	4,3%
Total actionnaires	1 252,4	9,7%	3 567,2	27,5%	5 882	45,4%	8 196,9	63,3%	10 511,7	81,2%	11 900,6	81,3%
Auto-détention	0,8	0,0%	0,8	0,0%	0,8	0,0%	0,8	0,0%	0,8	0,0%	0,8	0,0%
Actions Créanciers	131,3	1,0%	131,3	1,0%	131,3	1,0%	131,3	1,0%	131,3	1,0%	131,3	0,9%
Actions Nouvelles (exercice DPS compensation)	1 940,7	15,0%	1 940,7	15,0%	1 940,7	15,0%	1 940,7	15,0%	1 940,7	15,0%	2 231,8	15,3%
Actions Nouvelles (Garantie espèces)	2 833,3	21,9%	518,5	4,0%	-	-	-	-	-	-	-	-
Actions Nouvelles (Garantie compensation)	6 426,0	49,6%	6 426,0	49,6%	4 629,6	35,7%	2 314,8	17,9%	-	-	-	-
Actions Restructuration (garantie)	183,6	1,4%	183,6	1,4%	183,6	1,4%	183,6	1,4%	183,6	1,4%	183,6	1,3%
Actions Restructuration (restructuration)	183,6	1,4%	183,6	1,4%	183,6	1,4%	183,6	1,4%	183,6	1,4%	183,6	1,3%
Total obligataires	11 698,5	90,3%	9 383,7	72,5%	7 068,8	54,6%	4 754,0	36,7%	2 439,2	18,8%	2 730,3	18,7%
Total	12 951,7	100,0%	12 951,7	100,0%	12 951,7	100,0%	12 951,7	100,0%	12 951,7	100,0%	14 631,7	100,0%
Dont Actions actionnaires historiques	626,2	4,8%	626,2	4,8%	626,2	4,8%	626,2	4,8%	626,2	4,8%	626,2	4,3%
Dont auto-détention	0,8	0,0%	0,8	0,0%	0,8	0,0%	0,8	0,0%	0,8	0,0%	0,8	0,0%
Dont Actions Gratuites	626,2	4,8%	626,2	4,8%	626,2	4,8%	626,2	4,8%	626,2	4,8%	626,2	4,3%
Dont Actions Créanciers	131,3	1,0%	131,3	1,0%	131,3	1,0%	131,3	1,0%	131,3	1,0%	131,3	0,9%
Dont Actions Nouvelles	11 200,0	86,5%	11 200,0	86,5%	11 200,0	86,5%	11 200,0	86,5%	11 200,0	86,5%	12 880,0	88,0%
Dont Actions Restructuration	367,2	2,8%	367,2	2,8%	367,2	2,8%	367,2	2,8%	367,2	2,8%	367,2	2,5%

Source : Documentation publique et analyse Finexsi

Ce tableau appelle les commentaires suivants :

- L'actionnariat post-Opération de la Société est essentiellement fonction des modalités de réalisation de l'Augmentation Nouvelles Actions à un prix décoté de 0,03€. Les actions émises dans le cadre de cette augmentation de capital représenteraient entre 86,5% et 88% selon que l'Extension soit réalisée ou non.
- A contrario, les actions issues de l'Augmentation Créanciers émises à un prix décoté de 0,08€ représentent un pourcentage dans le capital beaucoup moins significatif (environ 1%).
- Nous observons que les Actions Restructuration émises au bénéfice des membres du Comité des Obligataires permettront à ces derniers d'obtenir 2,8% du capital en l'absence d'Extension et 2,5% dans le cas opposé.
- Néanmoins, les obligataires souscrivant l'Augmentation Créanciers devront prendre l'engagement de souscrire l'Augmentation Actions Nouvelles à hauteur de leurs DPS. Dès lors, ils participeront à l'Augmentation Actions Nouvelles *a minima* à hauteur de leur pourcentage de participation dans le capital à l'issue de l'Augmentation Créanciers. Ils pourront également souscrire l'Extension mais sans qu'aucun engagement n'ait été pris à ce titre. Sur la base d'une souscription de 10,5 M€ de l'Augmentation Créanciers, ils pourront souscrire un nombre d'Actions Nouvelles représentant environ 15% du capital post-Opération.
- Le scénario présenté ci-dessus, *i.e.* une souscription de l'Augmentation Créanciers de 10,5M€, permet de faire ressortir le pourcentage minimum de détention du capital qui sera détenu par GOLDENTREE post-Opération :

⁶⁶ Les valeurs présentées sont fondées sur un nombre d'action dilué.

- Pour rappel, GOLDENTREE a pris l'engagement de souscrire ces 10,5M€ et du fait de cette souscription de l'Augmentation Créanciers, il devra exercer ses DPS dans le cadre de l'Augmentation Actions Nouvelles ;
- Dès lors, à l'issue de l'Opération, GOLDENTREE aura souscrit en intégralité le nombre d'actions correspondant aux Actions Créanciers et aux Actions Nouvelles (exercice DPS) du tableau présenté ci-dessus. Il détiendra dès lors un minimum d'environ 16% du capital de la Société post-Opération hors Extension⁶⁷.
- Par symétrie, ce pourcentage de 16% reflète également la position minimum des Obligataires au sens large dans le capital de la Société post-Opération hors Extension. Ce pourcentage sera augmenté au fur et à mesure que le Take-up diminue du fait de la mise en œuvre du mécanisme de garantie en espèces ou par voie de compensation de créances de l'Augmentation Actions Nouvelles.
- Le niveau de Take-up joue ainsi un rôle majeur sur la position des actionnaires dans le capital Post-opération avec un pourcentage variant selon ce paramètre entre 9,7% et 81,2% / 81,3%.
- Dès lors, le scénario le plus dilutif pour l'actionnaire est celui dans lequel il ne souscrit pas à l'augmentation de capital. Dans cette hypothèse, les anciens actionnaires détiendraient post-Opération moins de 10% du capital.
- Le pourcentage de Take-up permettant aux actionnaires de conserver 50% du capital s'établit aux environs de 56%.

Figure 55 - Actionnariat post-Opération @Augmentation Créanciers 17M€

En millions	Take-up 0%		Take-up 25%		Take-up 50%		Take-up 75%		Take-up 100%		Extension	
	Nombre	%	Nombre	%	Nombre	%	Nombre	%	Nombre	%	Nombre	%
Actions pré-Opération (hors autodétention)	626,2	4,9%	626,2	4,9%	626,2	4,9%	626,2	4,9%	626,2	4,9%	626,2	4,3%
Actions Nouvelles	-	-	2 050,1	16,0%	4 100,3	32,0%	6 150,4	48,0%	8 200,5	64,0%	9 430,6	65,2%
Actions Gratuites	626,2	4,9%	626,2	4,9%	626,2	4,9%	626,2	4,9%	626,2	4,9%	626,2	4,3%
Total actionnaires	1 252,4	9,8%	3 302,5	25,8%	5 353	41,8%	7 402,8	57,8%	9 452,9	73,8%	10 683,0	73,9%
Auto-détention	0,8	0,0%	0,8	0,0%	0,8	0,0%	0,8	0,0%	0,8	0,0%	0,8	0,0%
Actions Créanciers	212,5	1,7%	212,5	1,7%	212,5	1,7%	212,5	1,7%	212,5	1,7%	212,5	1,5%
Actions Nouvelles (exercice DPS compensation)	2 782,8	21,7%	2 782,8	21,7%	2 782,8	21,7%	2 782,8	21,7%	2 782,8	21,7%	3 200,2	22,1%
Actions Nouvelles (Garantie espèces)	2 833,3	22,1%	783,2	6,1%	-	-	-	-	-	-	-	-
Actions Nouvelles (Garantie compensation)	5 367,2	41,9%	5 367,2	41,9%	4 100,3	32,0%	2 050,1	16,0%	-	-	-	-
Actions Restructuration (garantie)	183,6	1,4%	183,6	1,4%	183,6	1,4%	183,6	1,4%	183,6	1,4%	183,6	1,3%
Actions Restructuration (restructuration)	183,6	1,4%	183,6	1,4%	183,6	1,4%	183,6	1,4%	183,6	1,4%	183,6	1,3%
Total obligataires	11 563,1	90,2%	9 512,9	74,2%	7 462,8	58,2%	5 412,7	42,2%	3 362,5	26,2%	3 780,0	26,1%
Total	12 816,3	100,0%	12 816,3	100,0%	12 816,3	100,0%	12 816,3	100,0%	12 816,3	100,0%	14 463,8	100,0%
<i>Dont Actions actionnaires historiques</i>	626,2	4,9%	626,2	4,9%	626,2	4,9%	626,2	4,9%	626,2	4,9%	626,2	4,3%
<i>Dont auto-détention</i>	0,8	0,0%	0,8	0,0%	0,8	0,0%	0,8	0,0%	0,8	0,0%	0,8	0,0%
<i>Dont Actions Gratuites</i>	626,2	4,9%	626,2	4,9%	626,2	4,9%	626,2	4,9%	626,2	4,9%	626,2	4,3%
<i>Dont Actions Créanciers</i>	212,5	1,7%	212,5	1,7%	212,5	1,7%	212,5	1,7%	212,5	1,7%	212,5	1,5%
<i>Dont Actions Nouvelles</i>	10 983,3	85,7%	10 983,3	85,7%	10 983,3	85,7%	10 983,3	85,7%	10 983,3	85,7%	12 630,8	87,3%
<i>Dont Actions Restructuration</i>	367,2	2,9%	367,2	2,9%	367,2	2,9%	367,2	2,9%	367,2	2,9%	367,2	2,5%

Le scénario, dans lequel l'Augmentation Créanciers serait souscrite en totalité, suit les mêmes mécaniques d'évolution que le scénario à 10,5M€ à l'exception d'une dilution plus importante des actionnaires. Cela s'explique par une moindre capacité de souscrire l'Augmentation Actions Nouvelles, tant en termes de pourcentage que de montant :

⁶⁷ Somme des pourcentages de détections relatifs aux Actions Créanciers et aux Actions Nouvelles (exercice DPS).



- Pour rappel, en cas de non-souscription en totalité de l'Augmentation Créanciers, la portion non souscrite viendrait s'ajouter au montant de l'Augmentation Actions Nouvelles de sorte que le montant global de ces deux opérations s'établisse à 346,5M€ (avant Extension). Dès lors, dans le cas où l'Augmentation Créanciers seraient souscrite en totalité, le montant de l'Augmentation Actions Nouvelles s'établirait à 329,5M€ (contre 336M€ dans le cas d'une souscription à hauteur de 10,5M€ de l'Augmentation Créanciers).
- Du fait de l'engagement qui sera pris par les souscripteurs de l'Augmentation Créanciers d'exercer leur DPS dans le cadre de l'Augmentation Actions Nouvelles, le pourcentage du montant de cette dernière qui sera souscrit par les obligataires serait augmenté (25,3% vs. 17,3% - cf. §2.3.2), diminuant par symétrie celui pouvant l'être par les actionnaires ;
- Dans ce scénario, le Take-up permettant aux actionnaires de conserver 50% du capital s'établit à environ 63%.

Nous rappelons par ailleurs que les modifications des termes et conditions de la dette RCF permettront à la Société de rembourser tout ou partie de la dette résiduelle post-Opération par le biais d'une augmentation de capital réservée aux porteurs de RCF (§2.3.7).

Pour rappel, le mécanisme serait le suivant selon les différentes échéances :

- Au 30 septembre 2021 : remboursement d'un montant entre 5M€ et 10M€ à la seule discrétion de la Société, en espèces ou en actions ordinaires ;
- Au 30 septembre 2022 : remboursement d'un montant entre 5M€ et 10M€ à la seule discrétion de la Société, en espèces ou en actions ordinaires ;
- Au 30 septembre 2023 : remboursement de toutes les sommes restants dues, en espèces ou en actions ordinaires étant précisé que dans le cas où SOLOCAL venait à décider de rembourser les sommes dues en actions :
 - Chaque créancier pourra demander l'extension de la maturité d'un an afin d'être remboursé en espèces ;
 - Dans ce cas, la Société amortirait le RCF au 30 septembre 2023 d'un montant entre 5M€ et 10M€, en espèces ou en actions ordinaires à sa seule discrétion.

Le nombre d'actions émises dans le cadre de ces augmentations sera fondé sur un cours moyen pondéré par les volumes 1 mois de l'action de la Société.

A la date de notre rapport, il n'est pas possible de présager de l'utilisation de ce mode de remboursement par la Société, ni d'estimer le cours moyen pondéré effectif de l'action aux dates d'échéances de remboursement du montant résiduel.

Par ailleurs, le montant résiduel de la dette RCF dépendra des modalités effectives de réalisation de l'Opération (§6.2.1.2).

Néanmoins, à titre informatif, nous présentons ci-après le nombre d'actions que représenterait le scénario de remboursement de la première échéance le plus dilutif pour l'actionnaire, soit un remboursement de 10M€ sous forme d'actions.

Cette analyse a été réalisée sur la base des TERP post-Opération découlant de notre valorisation DCF (§6.4) :



Figure 56 - @Augmentation Créanciers 10,5M€

En M		Take-up 0%	Take-up 25%	Take-up 50%	Take-up 75%	Take-up 100%	Extension
Montant à rembourser	(a)	10	10	10	10	10	10
TERP Post-Opération (€) - (§6.4)	(b)	0,04345	0,04345	0,04360	0,04408	0,04482	0,04312
Nombre d'actions à émettre en remboursement	(c)=(a)/(b)	230	230	229	227	223	232
Nombre d'actions post-Opération	(d)	12 952	12 952	12 952	12 952	12 952	12 952
Nombre d'actions post remboursement	(e)=(d)+(c)	13 182	13 182	13 181	13 179	13 175	13 184
Dont Actions en remboursement du RCF	(f)=(d)/(e)	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,7%	1,8%

Pour mémoire, le nombre d'actions post-Opération présentées dans ce tableau est celui ressortant du tableau d'actionariat post-Opération présenté ci-avant (Figure 54).

Ainsi, en retenant un prix d'émission correspondant à la valeur par action centrale ressortant de notre DCF, le nombre maximum d'actions émises au titre du remboursement de la première échéance s'établirait dans une fourchette de 1,7 à 1,8% du capital.

Cette fourchette est la même en considérant une augmentation Créanciers souscrite à 17M€.

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

Nous avons simulé l'incidence de l'Opération sur le patrimoine d'un actionnaire.

Compte tenu de la complexité des modalités de l'Opération, nous constatons que la situation d'un actionnaire ne dépend pas seulement de son niveau de souscription à l'Augmentation Actions Nouvelles, mais également (i) du pourcentage de souscription collectif des actionnaires à ladite augmentation de capital et (ii) du montant effectivement souscrit lors de l'Augmentation Créanciers.

De la même manière, le cours théorique de l'action SOLOCAL post-Opération dépend (i) du nombre d'actions total à l'issue de l'Opération et (ii) du montant de la dette résiduelle, lesquels dépendront du comportement collectif des actionnaires en termes de participation à l'Augmentation Actions Nouvelles et du montant souscrit de l'Augmentation Créanciers.

L'équité de l'Opération doit être appréciée par rapport (i) au contexte actuel de la Société dont la continuité d'exploitation peut être compromise et (ii) à la situation actuelle de l'actionnaire par référence à la période qui précède l'Opération.

Concernant le prix des actions, nous retiendrons donc le cours moyen des 60 derniers jours de bourse⁶⁸ avant le 12 juin 2020, soit 0,1680 € (§3.2.2). Cette référence nous paraît adaptée pour les raisons suivantes :

- Le CMPV sur cette période est le maximum observé sur les références de cours comprises entre le spot et le CMPV 3 mois (§3.2.2). Dès lors cette référence tend à refléter la vision la moins avantageuse de l'impact de l'Opération sur la création de valeur de l'actionnaire ;
- Il ne nous apparaît pas adéquat de retenir une période plus longue dans la mesure où celle-ci tendrait à minimiser l'impact de la crise sanitaire sur la valeur de la Société ;
- On peut remarquer que la rotation du flottant (le flottant représentant environ 65% du capital) est supérieure à 100% sur cette période.

⁶⁸ Période usuelle dans les opérations de marché.



Compte tenu de la valeur théorique actuelle de ses actions (ou de la liquidité offerte sur le marché), la question est de savoir quelle augmentation de valeur la restructuration est susceptible d'offrir, étant rappelé qu'à date il existe un aléa majeur sur la pérennité de la Société. Sur ces bases, l'Opération permettrait de créer de la valeur pour l'actionnaire dès lors que le taux de recouvrement sur son investissement est supérieur à 100% du fait de l'ensemble des étapes dilutives et relatives de l'Opération.

Dès lors, dans le cadre de notre analyse, nous avons donc raisonné :

- S'agissant du prix d'acquisition des actionnaires relatif à son patrimoine pré-Opération, à partir d'une valeur de référence de l'action SOLOCAL correspondant à la moyenne 60 jours de bourse avant suspension du cours de l'action (12 juin 2020) ;
- S'agissant de la valorisation des actions détenues par l'actionnaire post-Opération, sur les TERP ressortant de notre valeur centrale de DCF (§ 6.3).

Sur la base de ces hypothèses, l'impact de l'Opération pour l'actionnaire en fonction (i) du Take-up, i.e. le comportement collectif des actionnaires et (ii) le comportement individuel de l'actionnaire ressort comme suit :

Figure 57 - Table de sensibilité - Scénario Augmentation Créanciers 10,5M€

		% DPS exercés par l'actionnaire					
		0%	25%	50%	75%	100%	Extension
% Take-up	-	52%	89%	105%	114%	119%	
	25%	52%	89%	105%	114%	119%	
	50%	52%	89%	105%	114%	120%	
	75%	52%	90%	106%	115%	121%	
	100%	53%	92%	108%	117%	123%	121%

Afin d'illustrer ce tableau, prenons l'exemple d'un actionnaire qui détiendrait 10 000 actions préalablement à l'Opération et qui souscrirait l'Augmentation Actions Nouvelles à hauteur de 50% de ses DPS, quand le pourcentage de souscription collectif atteint 25%⁶⁹ :

⁶⁹ Notre analyse ne tient pas compte de l'impact des rompus.

Figure 58 - Patrimoine de l'Actionnaire post-Opération - Scénario Augmentation Créanciers 10,5M€

Détermination du % dans le capital de l'actionnaire		
Nombre d'actions détenues	(a)	10 000
Nombre d'actions dilué au 31 mai 2020	(b)	626 203 179
% dans le capital	(c)=(a)/(b)	0,0016%
Détermination du montant investi par l'actionnaire		
CMPV au 12 juin 2020	(d)	0,1680
Valeur actions détenues	(e)=(d)*(a)	1 680
% exercice DPS	(f)	50%
Montant Augmentation Actions Nouvelles	(g)	336 000 000
Part souscrite par les obligataires	(h)	17%
Prix souscription Augmentation Actions Nouvelles	(i)	0,03
Paiement du prix d'exercice	(j)=(c)*(f)*(g)*(1-(h))	2 218
Montant investi par l'actionnaire	(k)=(e)+(j)	3 898
Nombre d'actions pré-Opération	(a)	10 000
Nombre d'Actions Nouvelles souscrites	(l)=(j)/(i)	73 932
Nombre d'Actions Gratuites obtenues	(m)	10 000
Nombre d'actions détenues post-Opération	(n)=(a)+(l)+(m)	93 932
TERP post-Opération	(o)	0,0434
Patrimoine actionnaire post-Opération	(p)=(n)*(o)	4 081
% évolution		104,7%

Source : Documentation publique et analyse Finexsi

Dans le scénario envisagé (Take-up de 25% et Augmentation Créanciers de 10,5M€), le montant investi par l'actionnaire s'établirait à 3 898 € dont un paiement de 2 218€ au titre du paiement du prix de souscription de l'Augmentation Actions Nouvelles (soit 57% du montant investi).

La valeur du patrimoine de cet actionnaire s'établirait à l'issue de l'Opération à 93 932 actions représentant, sur la base du TERP découlant de ce scénario (fondé sur la valeur DCF) de 0,0434€, 4 081 €, soit 105% de son investissement initial.

Figure 59 - Table de sensibilité - Scénario Augmentation Créanciers 17M€

		% DPS exercés par l'actionnaire					
		0%	25%	50%	75%	100%	Extension
% Take-up	-	52%	87%	103%	112%	118%	
	25%	52%	87%	103%	112%	118%	
	50%	52%	87%	103%	112%	118%	
	75%	53%	88%	104%	113%	120%	
	100%	54%	89%	106%	115%	121%	119%

Dans le cadre d'une Augmentation Créanciers souscrite en totalité, les résultats sont très proches de ceux issus d'une souscription de 10,5M€ avec néanmoins un léger effet dilutif lié à l'impact des 6,5M€ sur le pourcentage de capital détenu post-Opération (§2.3.2),

Nous avons complété notre analyse selon la même approche en retenant, cette fois, une fourchette de valeur par action de la Société en lieu et place du pourcentage de Take-up que nous avons fixé à 25% :

- La première borne correspond à la valeur basse ressortant de notre approche DCF ;



- La seconde borne à la valeur centrale ;
- La dernière borne au haut de notre fourchette de valeur DCF.

Figure 60 - Table de sensibilité - Scénario Augmentation Créanciers 10,5M€ / Take-up de 25%

		% DPS exercés par l'actionnaire					
		0%	25%	50%	75%	100%	Extension
Val./ action	Basse	47%	80%	95%	103%	108%	
	Centrale	52%	89%	105%	114%	119%	
	Haute	57%	98%	116%	126%	132%	

Figure 61 - Table de sensibilité - Scénario Augmentation Créanciers 17M€ / Take-up de 25%

		% DPS exercés par l'actionnaire					
		0%	25%	50%	75%	100%	Extension
Val./ action	Basse	47%	79%	93%	102%	107%	
	Centrale	52%	87%	103%	112%	118%	
	Haute	58%	96%	114%	124%	131%	

Ces tableaux appellent les commentaires suivants :

- Les taux de recouvrement sont théoriques et ne correspondent pas pour l'actionnaire à une plus-value immédiate, mais à une plus-value théorique sur la base d'un cours cible à un horizon indéterminé, qui intègre la réussite du plan et une hypothèse de valeur de la Société équivalent au résultat de notre approche DCF.
- Ce taux de recouvrement théorique doit s'apprécier à l'aune des risques encourus par l'actionnaire et du taux de rentabilité qu'il exige de son investissement.
- Le taux de recouvrement de l'actionnaire sur son investissement est supérieur à 100%, ou proche de 100% s'agissant de la valeur basse issue du DCF, dès que celui-ci exerce 50% de ses DPS dans le cadre de l'Augmentation Actions Nouvelles. Néanmoins, ce recouvrement nécessite le décaissement par l'actionnaire du prix de souscription de l'Augmentation Actions Nouvelles.
- La souscription collective des actionnaires à l'Augmentation Actions Nouvelles n'a qu'un faible impact sur le taux de recouvrement de l'actionnaire individuel sur son investissement initial.

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

Les tableaux des taux de recouvrement présentés ci-dessus n'intègrent donc pas l'éventuel produit de cession des DPS qui ne seraient pas exercés par l'actionnaire. Ces taux reflètent donc une valeur plancher, qui peut être éventuellement bonifié du prix de cession de ces DPS.



Ne pouvant présager de la valeur de marché du DPS, nous présentons néanmoins ci-après le calcul de la valeur théorique de celui-ci fondé sur le CMPV 60 jours de l'action Solocal au 12 juin 2020.

Sur la base du CMPV 60 jours au 12 juin, les TERP post Augmentation Créanciers et post Augmentation Actions Nouvelles s'établissent de la manière suivante :

Figure 62 - Evolution du TERP selon les scénarii envisagés

En M€	Augmentation Créanciers 17 M€	Augmentation Créanciers 10,5 M€
Nb action pré-opération	626,2	626,2
CMPV 60 j	0,1680	0,1680
Valorisation pré-opération	105,2	105,2
Augmentation Créanciers		
Montant Augmentation Créanciers	17,0	10,5
<i>nb : montant non souscrit</i>	-	7
Prix d'émission	0,08	0,08
Nombre d'actions émises	212,5	131,3
<i>% des obligataires dans le capital</i>	<i>25,337%</i>	<i>17,328%</i>
Nombre d'actions post Augmentation Créanciers	839	757
Valorisation post Augmentation Créanciers	122	116
TERP (€)	0,1457	0,1527
Augmentation Actions Nouvelles		
Montant Augmentation Actions Nouvelles	329,5	336,0
Prix par action	0,03	0,03
Nombre d'actions émises	10 983,3	11 200,0
Nb action post Augmentation Actions Nouvelles	11 822	11 957
Valorisation post Augmentation Actions Nouvelles	452	452
TERP (€)	0,0382	0,0378

Source : Documentation publique et analyse Finexsi

Sur cette base, nous avons déterminé la valeur théorique du DPS en fonction des deux scénarios d'Augmentations Créanciers :

Figure 63 - Evolution de la valeur du DPS

Calcul DPS	Augmentation Créanciers @10,5M	Augmentation Créanciers @17M
Montant Augmentation Actions Nouvelles	336	330
Prix d'émission	0,030	0,030
Nb actions émises	11 200	10 983
Nb d'actions existantes	757	839
Parité de l'Augmentation Actions Nouvelles	0,07 x	0,08 x
Nombre de DPS	757	839
TERP post Augmentations Créanciers	0,1527	0,1457
TERP post Augmentations Actions Nouvelles	0,0378	0,0382
Valeur du DPS	0,115	0,107

Source : Documentation publique et analyse Finexsi



Le minimum de souscription de l'Augmentation Actions Nouvelles a été fixé à :

- 13 Actions Nouvelles pour une action existante dans le cas d'une Augmentation Créanciers souscrite à 17M€ ;
- 44 Actions Nouvelles pour trois actions existantes dans le cas d'une Augmentation Créanciers souscrite à 10,5M€.

La cotation du DPS à cette valeur théorique nous semble toutefois peu probable, compte tenu :

- De l'évolution non prévisible de la valeur boursière de l'action entre le 12 juin 2020 et la date de réalisation de l'Opération ;
- De l'attribution simultanée d'une action gratuite nouvelle pour une action ancienne détenue ;
- De la volumétrie de l'Augmentation Actions Nouvelles (entre 11 et 13 milliards d'actions émises) ;
- De la dilution variable puisque dépendant d'un comportement collectif des actionnaires et du niveau de souscription de l'Augmentation Créanciers peu prévisibles.

6.7 Incidence de l'Opération sur la situation des porteurs d'obligations l'actionnaire en termes de création de valeur

A titre informatif, nous présentons ci-après une analyse de la création de valeur pour les porteurs d'Obligations 2022, similaire à celle réalisée pour l'actionnaire.

Figure 64 - Création de valeur pour les Obligataires @ Augmentation Créanciers 10,5M€

	Take-up 0%	Take-up 25%	Take-up 50%	Take-up 75%	Take-up 100%	Extension
Nominal des obligations	398	398	398	398	398	398
Coupons (mars/juin/septembre)	30	30	30	30	30	30
Intérêts courus 15 septembre au 30 septembre	2	2	2	2	2	2
Actions Nouvelles - garantie (espèces)	85	16	-	-	-	-
Montant investi obligataires	514	445	429	429	429	429
Actions Créanciers	6	6	6	6	6	6
Actions Nouvelles (exercice DPS)	84	84	85	86	87	96
Actions Nouvelles - Garantie (espèces)	123	23	-	-	-	-
Actions Nouvelles - Garantie (compensation)	279	279	202	102	-	-
Obligations réintégrées	168	168	183	183	183	174
Dette obligataire remboursée (valeur nominale avant Décote)	-	-	39	108	178	178
Décote	-	-	(2)	(8)	(18)	(18)
Patrimoine obligataires post-Opération	660	560	512	476	436	436
Gain / (perte)	146	115	83	47	6	7
% évolution	128%	126%	119%	111%	101%	102%
Actions Restructuration - Garantie	8	8	8	8	8	8
Actions Restructuration - Restructuration	8	8	8	8	8	8
Rémunération Comité des Obligataires	16	16	16	16	16	15

Source : Documentation publique et analyse Finexsi



Ce tableau appelle les remarques suivantes de notre part :

- Dans le cas d'un Take-Up à 100%, le patrimoine des créanciers obligataires est stable par rapport à leur investissement initial ;
- Plus le Take-up des actionnaires sera faible, plus les obligataires bénéficieront de la Décote sur la valeur théorique de l'action Solocal post-Opération ;
- La valeur des Actions Restructuration obtenues par les membres du Comité des Obligataires s'établirait aux alentours de 15/16M€.

Figure 65 - Création de valeur pour les Obligataires @ Augmentation Créanciers 17M€

	Take-up 0%	Take-up 25%	Take-up 50%	Take-up 75%	Take-up 100%	Extension
Nominal des obligations	398	398	398	398	398	398
Coupons (mars/juin/septembre)	30	30	30	30	30	30
Intérêts courus 15 septembre au 30 septembre	2	2	2	2	2	2
Actions Nouvelles - garantie (espèces)	85	23	-	-	-	-
Montant investi obligataires	514	453	429	429	429	429
Actions Créanciers	9	9	9	9	10	9
Actions Nouvelles (exercice DPS)	122	122	122	124	125	139
Actions Nouvelles - Garantie (espèces)	124	34	-	-	-	-
Actions Nouvelles - Garantie (compensation)	236	236	180	91	-	-
Obligations réintégrées	168	168	183	183	183	170
Dette obligataire remboursée (valeur nominale avant Décote)	-	-	23	85	146	146
Patrimoine obligataires post-Opération	659	569	517	485	449	450
Gain / (perte)	145	117	88	56	20	20
% évolution	128%	126%	120%	113%	105%	105%
Actions Restructuration - Garantie	8	8	8	8	8	8
Actions Restructuration - Restructuration	8	8	8	8	8	8
Rémunération Comité des Obligataires	16	16	16	16	16	16

Source : Documentation publique et analyse Finexsi

Dans le cas d'une souscription de l'Augmentation Créanciers dans sa totalité, les remarques sont similaires.

7. Accords connexes

Il n'existe aucun accord connexe entre la Société ou son Management et les créanciers du Groupe dans le cadre de l'Opération, ce qui nous a été confirmé par une lettre d'affirmation du Management.



8. Synthèse et conclusion

Rappelons tout d'abord que notre rapport n'a pas pour objet de donner aux actionnaires une recommandation implicite ou explicite de participation à l'Opération, mais de leur apporter une information et une opinion sur les modalités et incidences pour eux de cette Opération.

Les actionnaires et créanciers de SOLOCAL sont confrontés aux difficultés financières de la Société, qui pourraient remettre en cause la continuité d'exploitation du Groupe. C'est la troisième restructuration financière engagée dans un tel contexte depuis 2014.

Alors que la Société avait dû accélérer le rythme de sa mutation et qu'elle entrevoyait les premiers effets positifs de sa transformation opérationnelle et stratégique avec des indicateurs de performance en amélioration sur l'exercice 2019, mais avec des marges de manœuvre réduites en termes de liquidité, la crise du Covid-19 a vu s'effondrer les prises de commandes pendant la période de confinement, induisant une forte diminution de son chiffre d'affaires et une détérioration à très court-terme de ses liquidités. L'impact de cette crise aura pour effet sur un plan financier et selon le Management, de retarder de près de 3 années l'atteinte de ses objectifs de performance.

C'est dans ce contexte que la Société a pris la décision de suspendre le paiement des coupons des emprunts obligataires et d'ouvrir une procédure de conciliation.

Les augmentations de capital proposées s'inscrivent dans ce contexte de besoin de trésorerie, puisqu'elles permettraient à la Société d'obtenir le montant de trésorerie nécessaire à la continuité d'exploitation, estimé par le Management à 85M€, et d'accéder au PGE de 32M€ conditionné à celle-ci, étant précisé qu'un mécanisme de garantie de ce montant par une ligne de financement obligataire additionnelle a été mis en place pour pallier le cas où ce PGE ne serait pas obtenu.

Cette Opération permettrait également d'abaisser le montant de la dette totale brute entre 225M€, en considérant l'Extension de l'Augmentation Actions Nouvelles, et 256M€ en fonction des différents scénarios. Les conditions financières de la dette obligataire résiduelle refinancée induisent une augmentation marginale du taux d'intérêt compte tenu du ratio de levier après restructuration, et prévoient que le remboursement anticipé, antérieurement possible à tout moment sans pénalités, ne puisse pas intervenir avant 2,5 années après la date de réalisation juridique de l'Opération. En définitive, les charges d'intérêts annuelles totales seraient néanmoins abaissées à moins de 20M€ (contre plus de 40M€ en 2019), ce qui redonne des marges de manœuvre à la Société.

Nous comprenons qu'aucune autre solution de financement à court-terme n'a été trouvée par le Management qui soit acceptable pour les créanciers, lesquels bénéficient d'un nantissement sur les titres de SOLOCAL SA et doivent donner leur accord en cas de refinancement de leur créance autrement qu'au pair. Si cette Opération venait à échouer, la continuité d'exploitation de la Société serait compromise, conduisant très probablement à l'ouverture d'une procédure de redressement judiciaire.

Pour apprécier la situation de l'actionnaire et des créanciers dans le cadre de la restructuration, nous avons mis en œuvre une évaluation multicritères de SOLOCAL afin de procéder aux calculs de dilution et de retour sur investissement théorique pour l'actionnaire. Cette valorisation théorique, repose à titre principal sur la méthode DCF en hypothèse de continuité d'exploitation, puisqu'elle intègre l'incidence de la restructuration financière et l'apport de la trésorerie nécessaire, mais elle suppose également que les prévisions actualisées établies par le Management dans le contexte de crise se réalisent sans aléa majeur, ces deux points conditionnant donc la continuité



d'exploitation du Groupe. Elle fait ressortir une fourchette de valeur par action comprise entre 0,0398€ et 0,0486€.

Sur la base des travaux décrits dans le présent rapport sur la valorisation du Groupe et l'examen des conditions financières de l'Opération, nous devons formuler les principales remarques suivantes.

Pour ce qui concerne les actionnaires :

L'Opération qui est proposée offre la possibilité à tout actionnaire qui le souhaite (et en a les moyens) d'y souscrire, puisque la majeure partie du montant cumulé des augmentations de capital est avec maintien du droit préférentiel de souscription. Cette possibilité implique un engagement important de l'actionnaire et une exposition additionnelle à l'action SOLOCAL.

Les travaux d'évaluation que nous avons conduits à partir des prévisions financières établies par le Management et actualisées post-Covid-19 montrent que la valeur selon le critère DCF avant restructuration est cohérente avec le prix de souscription des 0,03€ compte tenu du niveau d'endettement actuel.

Aussi, en souscrivant de nouvelles actions à 0,03€, l'actionnaire qui le souhaite peut réduire fortement son prix de revient moyen unitaire. Il bénéficierait aussi de la possibilité de négocier son DPS, dont la valeur théorique est significative, mais dont la négociabilité effective est difficile à appréhender dans un volume d'augmentation de capital aussi significatif.

Si les actionnaires ne participaient pas à l'Opération, ils seraient dilués au maximum à un taux de détention de 9,7%, la distribution d'Actions Gratuites à tous les actionnaires actuels, quel que soit leur arbitrage concernant leur participation ou non à cette opération, concourant à limiter cette dilution. Dans l'hypothèse d'une souscription à 100% par les actionnaires, le taux de détention par ces derniers serait de 73,8% à 81,2% selon le niveau de souscription de l'Augmentation Créanciers.

L'analyse de la valeur théorique de la société post-Opération selon la méthode DCF montre qu'il existe un potentiel de création de valeur induit par cette restructuration compte tenu de la situation actuelle et du prix de souscription de 0,03€. Il résulte de nos analyses qu'un actionnaire qui exercerait au moins la moitié de ses droits de souscription ne subirait, sous réserve de la réalisation du plan d'affaires et de la création de valeur induite, aucune perte de valeur au regard du cours de bourse moyen 60 jours avant suspension. Toutefois, cela représente une exposition supplémentaire pour l'actionnaire.

Selon son taux d'exercice des DPS et sur la base du CMPV 60 jours avant suspension de cours, cette dilution ou relation théorique en valeur pour l'actionnaire serait comprise entre -48% et +23% selon qu'il ne participe pas, ou qu'il participe, étant observé que ces analyses reposent sur le cours de bourse de la Société qui est à notre avis surévalué par rapport à sa valeur intrinsèque.

Pour ce qui concerne les créanciers :

Les augmentations de capital réservées aux créanciers (Augmentation Créanciers et Augmentation Actions Restructuration) sont à un prix de souscription supérieur à l'augmentation de capital avec maintien du DPS, ce qui permet d'en attester le caractère équitable pour l'actionnaire dont la dilution consécutive sera atténuée par ce prix de souscription, étant précisé que leur quantum reste marginal par rapport à l'Opération dans son ensemble.



Les créanciers proposent, en outre, de garantir (i) l'apport en numéraire nécessaire à la continuité d'exploitation et à la poursuite du plan de transformation conduit par le Management, soit 85M€, et (ii) le désendettement de la société par incorporation de leurs créances dans l'hypothèse où la souscription par les actionnaires ne serait pas suffisante.

Ainsi, le prix moyen de souscription des créanciers, incluant leur souscription dans le cadre de l'augmentation de capital avec DPS, reste supérieur au prix de souscription moyen des actionnaires dans le cadre de cette opération, puisqu'il est compris entre 0,306€ et 0,337€, alors que celui des actionnaires est compris, sans considérer l'Extension, entre 0,0230€ et 0,0281€ en incluant l'effet relatif des attributions d'Actions Gratuites.

Le fait d'appliquer le même prix de souscription de 0,03€ pour la tranche garantie assurant l'apport de trésorerie nouvelle par les créanciers au cas où les actionnaires ne souscriraient pas, n'appelle pas de remarque de notre part. En revanche, le fait d'appliquer ce même prix de souscription de 0,03€ pour la tranche qui se verrait souscrite par les créanciers par compensation de leur créance peut apparaître défavorable pour les actionnaires, compte tenu (i) de la décote observée sur le marché pour ces obligations et (ii) du fait du caractère limité et conditionnel de l'abandon de créance consenti, puisque l'abandon de créances à hauteur de 10% maximum ne s'appliquerait que dans l'hypothèse d'une souscription par les actionnaires supérieures à 100M€, soit 85M€ pour les besoins de trésorerie de la Société et 15M€ pour le remboursement du RCF, montant qui serait éventuellement ajusté à hauteur de la Commission de Soutien. Cette remarque doit néanmoins être modulée du fait que les actionnaires bénéficieront de l'effet relatif de l'attribution d'une action gratuite pour une action détenue, ce dont les créanciers ne bénéficieront pas, que les créanciers ont donné leur garantie pour la bonne exécution de l'augmentation de capital de 329,5M€, et qu'enfin le principal créancier s'est engagé à souscrire à l'augmentation de capital réservée à un prix de souscription supérieur, soit une souscription de 10,5M€ à 0,08€ et non à 0,03€. Enfin, rappelons que les créanciers qui participeraient à l'Augmentation Créanciers bénéficieraient de ce prix de souscription de 0,03€ au titre de l'exercice des DPS obtenus à l'issue de celle-ci.

En définitive, les taux de dilution/relution en termes de valeur apparaissent in fine équilibrés entre les parties prenantes si l'on considère la nécessité d'un apport en trésorerie et de l'accès au PGE à des conditions normales qui interviendrait grâce à la garantie octroyée par les créanciers, permettant ainsi d'assurer la continuité d'exploitation confortée par une diminution substantielle de l'endettement.

Dès lors, dans le contexte de difficultés financières actuelles de la Société, nous estimons qu'à la date du présent rapport, les modalités de l'Opération sont équitables du point de vue financier pour les actionnaires.

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER

Fait à Paris le 10 juillet 2020

Christophe LAMBERT

Associé

Olivier PERONNET

Associé



Annexe 1 : Présentation des comparables boursiers

- YELP INC, fondée en 2004, est une société cotée à la bourse de New York. Elle développe, héberge et commercialise YELP.COM ainsi que l'application mobile YELP. Cette dernière exploite un site *Web* (réseau social) permettant aux entreprises locales et aux consommateurs de se connecter entre eux dans le but d'échanger autour de leurs expériences professionnelles, de donner des conseils, ou de faire des transactions. Les clients peuvent ainsi rechercher en ligne de l'information précise sur des entreprises locales, recensées dans l'application. La société offre des sites locaux d'examen des activités. Elle opère principalement aux Etats-Unis où elle réalise quasiment 99% de son chiffre d'affaires. La société a réalisé en 2019 un chiffre d'affaires de 1.014M\$ (soit environ 905M€) et un EBITDA de 61M\$ (soit environ 54M€). Elle compte près de 6 000 employés ;
- YELLOW PAGES LIMITED, fondée en 1908, est une société cotée à la bourse de Toronto. L'activité historique de YELLOW PAGES reste la publication d'annuaires téléphoniques au Canada. Par la suite, la société a développé des activités de *marketing* digital en devenant un des leaders du marché canadien à partir de 2010. Aujourd'hui, le groupe fournit des solutions de *marketing* numériques et traditionnelles telles que le référencement prioritaire en ligne, la réalisation de sites internet, la publicité d'affichage numérique, ou encore la gestion de campagnes sur les réseaux sociaux. La société a réalisé en 2019 un chiffre d'affaires de 403M\$ CAD (soit environ 263M€) ainsi qu'un EBITDA de 128M\$ CAD (soit environ 84M€). YELLOW PAGES LIMITED compte plus de 700 salariés ;
- TX GROUP AG, fondée en 1893, est une société cotée à la bourse de Zurich. Cette société de médias publie des journaux, des magazines ainsi que des contenus sur Internet. La société opère autour de trois divisions qui sont : (i) Médias payants, ce secteur représente près de 48% du chiffre d'affaires, et comprend la publication de quotidiens et d'hebdomadaires (ANNABELLE, DAS MAGAZIN, NEWSNET etc.). (ii) Médias libres et commercialisation qui représente près de 27% du chiffre d'affaires et comprend des magazines aux formats papiers et numériques (dont 20 MINUTES). (iii) Marchés et entreprises qui représente près de 26% du chiffre d'affaires, et comprend un réseau de plateformes numériques (TRENDSALES.DK, RICARDO.CH, TUTTI.CH, etc.). La société a réalisé en 2019 un chiffre d'affaires de 1 075M CHF (soit environ 1 009M€) presque exclusivement en Suisse, et un EBITDA de 152M CHF (soit environ 142M€). La société compte près de 3 700 employés ;
- TRIBOO S.P.A., fondée en 2017, est une société cotée sur le marché AIM Italia. TRIBOO S.P.A est un des principaux éditeurs numériques sur le marché de la publicité italienne. La société offre également des services de commerce et de publicité numérique. La société développe la transformation numérique des entreprises avec une offre intégrée de conseil digital, *marketing*, gestion du commerce électronique, développement de contenu et monétisation. Le groupe s'organise autour de 5 agences de publicité en ligne et trois sociétés d'édition. L'entreprise a réalisé en 2019 un chiffre d'affaires de 77M€ (exclusivement en Italie), et un EBITDA ajusté de 9M€. La société compte près de 390 employés ;



- MAIL.RU GROUP LIMITED, fondée en 1998, est une société cotée à la bourse de Londres. Cette société de services Internet offre une gamme de produits de communication et de services de divertissement en ligne. Elle exerce ainsi ses activités principalement dans les secteurs des communications, des réseaux sociaux et des jeux. Elle exploite notamment un moteur de recherche, des services de messagerie instantanée, des réseaux sociaux et développe des jeux pour diverses plateformes. La société opère majoritairement en Russie mais également dans d'autres pays soviétiques. L'entreprise a réalisé en 2019 un chiffre d'affaires de 1 370M\$ (soit environ 1 222M€) dont près de 57% dans le secteur de la communication et des réseaux sociaux et près de 34% dans le secteur des jeux vidéo. Elle présente un EBITDA de 347M\$ (soit environ 309M€) et compte environ 3 500 employés ;
- ENDURANCE INTERNATIONAL GROUP HOLDINGS, INC, fondée en 1997, est une société cotée au NASDAQ. Cette société de services Internet fournit aux Petites et Moyennes Entreprises des outils pour établir et renforcer leur présence sur le *Web*. La société exerce ses activités dans 3 secteurs : (i) *Présence Web*, qui comprend notamment l'hébergement sur le *Web*. (ii) *Email Marketing*, qui regroupe des services de *mailing*, de *marketing* événementiel et d'enquêtes. (iii) *Domaines*, qui fournit notamment un service d'enregistrement de domaines Internet. L'entreprise a réalisé en 2019 un chiffre d'affaires de 1 105M\$ (soit environ 987M€) dont près de 52% réalisé grâce au secteur *Présence Web* et près de 37% réalisé grâce au secteur *Email Marketing*. Cette société est présente internationalement mais la majorité de son chiffre d'affaires est réalisée aux Etats-Unis (73%). Elle présente un EBITDA de 271M\$ (soit environ 242M€) et compte près de 3 800 employés.



Annexe 2 : Présentation des transactions comparables

À titre purement informatif, nous avons établi un échantillon sur les cinq dernières années dans la mesure où nous considérons que les transactions encore plus anciennes reflètent un environnement de marché différent.

Nous avons analysé des transactions intervenues depuis 2015 sur des cibles appartenant au secteur dans lequel évolue SOLOCAL GROUP. Il ressort un nombre limité de transactions comparables en termes de taille, de mix produits et de mix géographique pour lesquelles les informations publiques sont disponibles et fiables.

Les transactions retenues portent pour la plupart sur une part significative du capital et intègrent dans la majorité des cas une prime de contrôle ainsi que, le cas échéant, la valeur estimée des synergies par l'acquéreur.

Nous avons identifié les transactions suivantes, pour lesquelles des informations publiques étaient disponibles :

- Le rachat en avril 2020 par le groupe de médias britannique FUTURE PLC, de TI MEDIA LIMITED, groupe de presse britannique qui publie des magazines imprimés et numériques ;
- Le rachat en septembre 2019 par la société luxembourgeoise LIBERO ACQUISITION S.A R.L., de ITALIAONLINE S.P.A, société italienne qui propose des services de *Web marketing* et de publicité numérique. ITALIAONLINE S.P.A exploite également un portail *Web* qui propose notamment des services de courrier électronique et de moteur de recherche ;
- Le rachat en décembre 2019 par la société de capital investissement britannique APAX PARTNERS LLP, de BALTIC CLASSIFIEDS GROUP OU, société estonienne qui exploite des plateformes de petites annonces en ligne, notamment dans les pays baltes ;
- Le rachat en juillet 2019, par la société de presse belge MEDIAHUIS NV, de INDEPENDENT NEWS & MEDIA PLC, société de presse irlandaise qui distribue principalement des journaux en Irlande et gère également des portails d'actualités en ligne ;
- Le rachat en décembre 2018, par la société américaine OUTPUT SERVICES GROUP, INC., de COMMUNISIS PLC, société britannique qui fournit à des entreprises des services de stratégie et de communication *marketing* ;
- Le rachat en décembre 2018, par la société de médias suisse TAMEDIA AG, de GOLDBACH GROUP AG, société irlandaise qui commercialise des médias privés électroniques, interactifs et mobiles en Suisse, Allemagne et en Autriche ;
- Le rachat en septembre 2018, par le groupe de médias britannique FUTURE PLC, du segment B2C de PURCH GROUP, INC., société américaine qui fournit des services *marketing* en ligne notamment à travers de la publicité, du développement de contenu et de médias ;
- Le rachat en mars 2018, par la société de médias américaine MEREDITH CORPORATION, de TIME INC, groupe de presse britannique qui publie des magazines imprimés et numériques ;
- Le rachat en octobre 2017, par la société de médias allemande BERTELSMANN SE & CO. KGAA, de PENGUIN RANDOM HOUSE LLC, société américaine qui publie des livres imprimés et numériques ;

- Le rachat en novembre 2016, par la société britannique INFORMA PLC, de PENTON MEDIA INC, société américaine qui fournit des solutions de *marketing* et de médias dans plusieurs secteurs ;
- Le rachat en octobre 2016, par la société américaine RANDSTAD NORTH AMERICA, INC, de MONSTER WORLDWIDE, INC, groupe américain qui à travers ses filiales exploite notamment un moteur de recherche d'emploi (aussi appelé *jobboard*) en connectant les utilisateurs entre eux et proposant une gamme de services et d'outils d'analyses ;
- Le rachat en juin 2015, par la société américaine VERIZON COMMUNICATIONS INC., de OATH INC., société américaine qui développe du contenu pour les consommateurs et des solutions publicitaires pour les marques et éditeurs du monde entier ;
- Le rachat en avril 2015, par la société britannique ZOOPLA PROPERTY., de USWITCH, société britannique qui fournit des services *Web* de comparaison concernant notamment les prix de produits ou autres services divers (gaz, électricité, forfaits téléphoniques, etc.) ;
- Le rachat en novembre 2014, par la société japonaise NEXT CO, de TROVIT SEARCH SL, société espagnole qui exploite un moteur de recherche de biens immobiliers, d'emplois, de voitures et de locations de vacances pour les utilisateurs du monde entier. La société s'appuie sur sa plate-forme de recherche TROVIT qui permet de consulter des annonces classées sur l'ensemble du *Web* ;
- Le rachat en septembre 2012, par la société britannique MONEYSUPERMARKET.COM GROUP PLC, de MONEYSAVINGEXPERT.COM LIMITED, société britannique qui exploite un site *Web* qui propose des offres et des conseils dans différents domaines dont notamment le secteur bancaire (cartes de paiement, services d'épargne, etc.).

Les multiples d'EBITDA extériorisés par ces transactions se présentent comme suit :

Figure 66 - Transactions comparables retenues sur les cinq dernières années

Date de clôture	Cible	Pays	Acquéreur	% acquis	VE (M EUR)	VE/EBITDA
20/04/2020	TI Media Limited	Royaume-Uni	Future Plc	100%	162	4,9x
31/12/2019	Baltic Classifieds Group OU	Lituanie	Apax Partners LLP	100%	150	6,0x
12/09/2019	Italiaonline S.p.A	Italie	Libero Acquisition S.à r.l.	11%	287	6,6x
10/12/2018	Communis Plc	Royaume-Uni	Output Services Group, Inc.	100%	195	6,2x
06/12/2018	Goldbach Group AG	Suisse	Tamedia AG	100%	178	5,1x
05/09/2018	Purch Group, Inc. (B2C business)	Etats-Unis	Future Plc	100%	114	13,1x
30/01/2018	Time Inc	Etats-Unis	Meredith Corporation	100%	2805	7,2x
05/10/2017	Penguin Random House LLC	Etats-Unis	Bertelsmann SE & Co. KGaA	22%	4466	8,4x
02/11/2016	Penton Media Inc	Etats-Unis	Informa PLC	100%	1388	11,1x
28/10/2016	Monster Worldwide, Inc	Etats-Unis	Randstad North America, Inc	100%	295	5,2x
23/06/2015	Oath Inc.	Etats-Unis	Verizon Communications Inc.	100%	4243	9,8x
30/04/2015	uSwitch	Royaume-Uni	Zoopla Property	100%	160	7,8x
Médiane						6,9x

Source : Publication des sociétés, CAPITAL IQ, MERGERMARKET, EPSILON, et analyses FINEXSI



Annexe 3 : Présentation de FINEXSI et de la mission

Présentation du cabinet FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER

L'activité de FINEXSI EXPERT ET CONSEIL FINANCIER (FINEXSI) s'inscrit dans le cadre des métiers réglementés par l'Ordre des Experts Comptables et la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes. Elle regroupe principalement les activités suivantes :

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

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

Le cabinet FINEXSI est indépendant et n'appartient à aucun groupe ou réseau.

Liste des missions d'expertises indépendantes réalisées par le cabinet FINEXSI au cours des 18 derniers mois

Date	Cible	Initiateur	Banque(s) présentatrice(s)	Opération
nov.-18	GFI	Mannai Corporation	Crédit Agricole CIB	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire
janv.-19	Parrot	Horizon	Rothschild	Offre Publique d'Achat
janv.-19	Soft Computing	Publicis Group	Oddo	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un retrait obligatoire
mars-19	Stallergenes Greer	Ares Life Sciences	N/A	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un retrait obligatoire
sept.-19	Latecoere	Searchlight	JP Morgan, Natixis	Offre Publique d'Achat suivie d'un Retrait Obligatoire
oct.-19	Groupe Flo	Bertrand	Rothschild, Portzamparc	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire
oct.-19	Altran	Capgemini	BNPP, Crédit Agricole CIB, HSBC, Lazard	Offre Publique d'Achat
mars-20	April	Andromeda Investissements	Deutsche Bank, Lazard, Natixis	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire

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

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER adhère à l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants), association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers en application de l'article 263-1 de son Règlement Général.

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



Description des diligences effectuées et programme de travail

Le programme de travail détaillé suivant a été mis en œuvre :

- 1 - Prise de connaissance de l'opération et acceptation de la mission
- 2 - Identification des risques et orientation de la mission
- 3 - Collecte des informations et des données nécessaires à la mission :
 - Prise de connaissance des notes d'analyse sectorielle et des notes d'analyse sur les comparables de la Société
- 4 - Appréciation du contexte spécifique de l'Offre :
 - Echanges avec le Management de la Société
 - Echanges avec ROTHSCHILD & CO
- 5 - Analyse de l'opération et de la documentation juridique liée
- 6 - Prise de connaissance de la documentation comptable et financière de la Société ;
- 7 - Analyse du cours de bourse de SOLOCAL GROUP :
 - Analyse de l'évolution du cours
 - Analyse de la volatilité
 - Analyse du flottant et de la liquidité
- 8 - Revue du plan d'affaires du Management de la Société
- 9 - Mise en œuvre d'une valorisation par la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs et réalisation de scénarios de sensibilité
- 10 - Mise en œuvre des méthodes analogiques :
 - Comparables boursiers
 - Transactions comparables
- 11 - Mise en œuvre des méthodes fondées sur les données de marché :
 - Cours *spot* et cours moyens pondérés par les volumes
 - Objectifs de cours des analystes
- 12 - Analyse financière de l'opération
- 13 - Analyse de l'opération sur la situation de l'actionnaire et sur la situation des porteurs d'obligations
- 14 - Obtention des lettres d'affirmation du représentant de la Société cible et de l'initiateur
- 15 - Revue indépendante



15 - Rédaction du rapport

Calendrier de l'étude

Compte tenu du nombre et de la fréquence des échanges avec la Société et ses conseils, nous limitons à présenter ci-dessous les principales étapes du calendrier de notre mission.

17 juin 2020	Désignation de FINEXSI par les administrateurs indépendants réunis en comité ad hoc et réception des premiers éléments relatifs à l'Opération.
22 juin 2020	Réunion de travail (conférence téléphonique) avec le Management de SOLOCAL sur la structuration de l'opération envisagée
24 juin 2020	Réunion (conférence téléphonique) de revue du Term Sheet avec le Management de SOLOCAL et ROTHSCHILD & CO
29 juin 2020	Réunion de travail (conférence téléphonique) avec le Management de SOLOCAL sur le plan d'affaires
30 juin 2020	Réunion (conférence téléphonique) avec Monsieur Pierre DANON sur la présentation de la genèse de l'Opération et discussions sur les modalités
1 juillet 2020	Premier point d'étape avec le comité ad hoc
6 juillet 2020	Deuxième point d'étape avec le comité ad hoc
7 juillet 2020	Conférence téléphonique avec Monsieur Baudoin DE PIMODAN, actionnaire du groupe SOLOCAL.
8 juillet 2020	Echanges sur notre projet de rapport avec les membres du comité ad hoc
9 juillet 2020	Echange avec l'AMF sur notre projet de rapport

Liste des personnes rencontrées ou contactées

SOLOCAL

- Monsieur Pierre DANON, Président du Conseil d'administration ;
- Monsieur Olivier REGNARD, Directeur Administratif et Financier ;
- Monsieur Alexandre DE TOURTIER, Directeur Juridique Groupe et Secrétaire du Conseil d'administration ;
- Madame Julie GUALINO-DALY, Directeur Financements, Trésorerie et Relations Investisseurs ;
- Monsieur Jérôme FIEVET, Directeur du contrôle de gestion Groupe ;
- Madame Alima LELARGE LEVY, Directrice Relations Investisseurs ;



- Monsieur Colin VERBRUGGHE, Responsable Relations Investisseurs.

Conseil d'administration et comité ad hoc de SOLOCAL

- Monsieur Pierre DANON, Président du Conseil d'administration ;
- Monsieur Jacques-Henri DAVID, Membre du Conseil d'administration et du Comité ad hoc ;
- Madame Anne-France LACLIDE, Membre du Conseil d'administration et du Comité ad hoc ;
- Madame Sophie SURSOCK, Membre du Conseil d'administration et du Comité ad hoc ;
- Madame Delphine GRISON, Membre du Conseil d'administration.

ROTHSCHILD & CO, Conseil de la Société

- Monsieur Zachary BERL, Associate M&A

GIBSONN DUNN & CRUTCHER LLP, avocat de la Société

- Monsieur Ariel HARROCH, Avocat Associé
- Monsieur Bertrand DELAUNAY

Conciliateur

- Maître HELENE BOURBOULOUX

Autorité des Marchés Financiers

- Monsieur Pierre VILLADARY, Division services Industrie - distribution - haute technologie.
- Madame Sandrine FAVRE, Division services Industrie - distribution - haute technologie

Actionnaire de la Société

- Monsieur Baudoin DE PIMODAN
- Monsieur Yves THOMAZO



Sources d'information utilisées

Principales informations communiquées par la société SOLOCAL

- Budget 2020 mis à jour de la crise du Covid-19 ;
- Atterrissage de l'activité à fin mai 2020 ;
- Plan d'affaires 2020-2023 et tous les documents annexés pour sa bonne compréhension ;
- *Independent Business Review* (IBR Volume 1 et 2) de DELOITTE ;
- Etats financiers consolidés de 2016 à 2019 ;
- Communication financière de 2016 à 2020 ;
- Contrat de la dette obligataire existante et conventions de crédit (dont RCF) ;
- PV des CA et des AGM tenus en 2019 et 2020 ;
- Ensemble de la documentation contractuelle de l'Opération ;
- Notes des analystes suivant le titre ;
- Lettre d'affirmation.

Informations communiquées par GIBSON DUNN & CRUTCHER LLP

- Projet de note d'opération.

Nous avons reçu, en temps utiles, tous les documents et informations nécessaires à l'accomplissement de notre mission.

Informations de marché

- Communication financière de SOLOCAL GROUP sur les exercices 2018 à 2019 ;
- Cours de bourse, comparables boursiers, transactions comparables, consensus de marché : CAPITAL IQ, MERGERMARKET et EPSILON ;
- Données de marchés (taux sans risque, prime de risque, bêta...) : CAPITAL IQ, ASSOCIES EN FINANCE, BANQUE DE FRANCE ;
- Notes d'analystes ;
- Autres : XERFI.

Revue indépendante

La revue indépendante a été effectuée par Monsieur Daniel BEAUMONT, Senior Advisor.

