

Ymagis

Société Anonyme

106-108 rue La Boétie
75008 Paris

Rapport des Commissaires aux apports sur l'apport en nature des titres de la société « dcinex » au profit de la société « Ymagis » et l'appréciation du rapport d'échange proposé

Assemblée générale du 20 octobre 2014

Laurent ODOBEZ
185 Avenue Charles de Gaulle
92 524 Neuilly sur Seine

Alain ABERGEL
143 Rue de la Pompe
75116 Paris

**Rapport des Commissaires aux apports
sur l'apport en nature des titres de la société « dcinex »
au profit de la société « Ymagis » et l'appréciation
du rapport d'échange proposé**

Assemblée générale du 20 octobre 2014

Aux actionnaires,

En exécution de la mission qui nous a été confiée par ordonnance de Monsieur le Président du Tribunal de Commerce de Paris en date du 29 juillet 2014 concernant l'apport des titres de la société dcinex à la société Ymagis, nous avons établi le présent rapport prévu aux articles L. 225-147 et L.236-1 et suivants du Code de commerce.

La valeur des actions a été arrêtée dans le traité d'apport en date du 30 septembre 2014. Il nous appartient d'exprimer une conclusion sur le fait que la valeur des apports n'est pas surévaluée. A cet effet, nous avons effectué nos diligences conformément à la doctrine professionnelle de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes applicables à cette mission. Cette doctrine professionnelle requiert la mise en œuvre de diligences destinées à apprécier la valeur des apports, à s'assurer que celle-ci n'est pas surévaluée et à vérifier qu'elle correspond au moins à la valeur au nominal des actions à émettre par la société bénéficiaire des apports, augmentée de la prime d'apport, soit 5,7 m€, le versement en trésorerie de 5,0 m€ et l'attribution de 94.477 OBSA Ymagis pour un montant total de 15,4 m€. Par ailleurs, conformément à la recommandation de l'AMF n°2011-11, il nous appartient d'exprimer un avis sur le caractère équitable de la rémunération des apports du point de vue des actionnaires de la société bénéficiaire des apports. A cet effet, nos diligences ont consisté d'une part, à vérifier que les valeurs relatives attribuées à l'apport et aux actions de la société bénéficiaire sont pertinentes et, d'autre part, à analyser le caractère équitable de la rémunération proposée par rapport aux valeurs relatives jugées pertinentes.

A aucun moment nous ne nous sommes trouvés dans l'un des cas visés par les dispositions légales, instituant des incompatibilités, interdictions et déchéances d'exercer ces fonctions pour l'exercice de notre mission.

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

Nous vous prions de prendre connaissance de notre rapport établi selon le plan suivant :

1. Présentation de l'opération et description de l'apport
2. Diligences et appréciation de la valeur de l'apport
3. Diligences et appréciation du rapport d'échange
4. Conclusion.

Laurent ODOBEZ
185 Avenue Charles de Gaulle
92 524 Neuilly sur Seine

Alain ABERGEL
143 Rue de la Pompe
75116 Paris

1. Présentation de l'opération et description des apports

1.1 Présentation de l'opération

1.1.1 Présentation de l'activité des sociétés dcinex et Ymagis

Spécialisées dans les services pour le cinéma numérique, dcinex et Ymagis apportent leurs services aux producteurs et distributeurs de films et de contenus complémentaires, aux régies publicitaires ainsi qu'aux exploitants de cinéma, afin d'assurer une transition harmonieuse de leurs activités du 35 mm au numérique, de leur permettre d'en maîtriser les coûts et d'en tirer le meilleur parti créatif, marketing et financier.

L'offre de dcinex et d'Ymagis couvre deux pôles d'activité ; la gestion des VPF (*Virtual Print Fees* ou frais de copie virtuelle) et les services aux exploitants et aux producteurs / distributeurs : vente et installation d'équipements pour les cinémas, maintenance et infogérance des matériels de projection numérique, location de lunettes 3D, préparation et acheminement des supports permettant de lire et projeter la copie numérique et postproduction.

Les implantations géographiques de dcinex et d'Ymagis portent respectivement sur 14 et 3 pays dans lesquels chacune de ces deux sociétés disposent de réseaux de cinémas connectés via SYL et/ou Dsat, l'activité VPF exercée par ces dernières n'étant par ailleurs plus en concurrence dans les pays d'implantation commune.

1.1.2 Objectif de l'opération

Le rapprochement de ces deux sociétés a pour objectif de créer un acteur européen leader dans le service technique et financier à l'industrie du cinéma, qu'il s'agisse du segment des VPF, de celui de la vente, de l'installation, de la maintenance et de l'infogérance du matériel de projection et enfin de l'activité de duplication et d'acheminement des copies numériques.

Ce rapprochement devrait permettre notamment au nouvel ensemble constitué (source Présentation analyste du 23 juillet 2014, données non vérifiées) :

- de devenir le leader des solutions VPF avec un taux de pénétration moyen de 27% dans 14 pays européens concernés (soit environ 5 800 écrans sous contrats VPF),
- de devenir le leader des services aux exploitants avec environ 7 200 écrans sous contrat d'infogérance à travers l'Europe correspondant à un taux de pénétration de 28%,
- de devenir l'acteur majeur de l'acheminement de contenus numériques en disposant en Europe d'un réseau de livraison dématérialisé de contenus correspondant à un taux de pénétration de 34%, avec près d'un cinéma sur trois connecté au réseau SYL et/ou Dsat, et sept centres de duplication permettant de faciliter la livraison physique (HDD) de contenus.

Laurent ODOBEZ
185 Avenue Charles de Gaulle
92 524 Neuilly sur Seine

Alain ABERGEL
143 Rue de la Pompe
75116 Paris

1.2 Description des apports et du rapport d'échange

1.2.1 Caractéristique de l'apport et du rapport d'échange

Dans le cadre de l'acquisition par Ymagis de l'intégralité du capital et des droits de votes de dcinex, le traité d'apport fait état d'une valeur totale d'apport des titres de 26 100 000 €, étant précisé que les parties conviennent que les Warrants dcinex¹ sont dénués de valeur, rémunérés de la façon suivante :

- Versement en numéraire par la bénéficiaire de la quote-part numéraire d'un montant total de 5 000 310,15 € diminué de certains frais et charges dont les principes sont énoncés à l'article 14.1.2 du traité d'apport ;
- Emission par la bénéficiaire d'un total de 699 379 actions nouvelles Ymagis de 0,25 € de nominal, pour un prix d'émission de 8,15 € par action nouvelle Ymagis, se traduisant par une augmentation de capital de la bénéficiaire d'un montant nominal total de 174 844,75 € et par la comptabilisation d'une prime d'apport de 5 525 094,10 €, étant précisé que ces actions nouvelles Ymagis seront, dès la date de réalisation de l'opération, entièrement libérées et assimilées aux actions ordinaires existantes de la bénéficiaire ;
- Emission par la bénéficiaire d'un total de 94 477 OBSA Ymagis d'un montant principal unitaire de 163 € par OBSA Ymagis (soit un montant principal total de 15 399 751 €) présentant les caractéristiques de BSA non détachables, étant précisé que ces OBSA seront entièrement libérées de leur prix d'émission (soit 163 € par OBSA) dès la date de réalisation.

La quote-part en numéraire, la rémunération en actions nouvelles Ymagis et la rémunération en OBSA Ymagis seront réparties entre tous les apporteurs de manière à ce que la totalité de la rémunération de leur apport soit répartie à due proportion de leur quote-part au capital de la société dcinex.

1.2.2 Régime juridique de l'apport

Cet apport constitue un apport pur et simple soumis au régime de droit commun des apports en nature prévu par l'Article L 225-147 du Code de commerce.

1.3.2 Conditions suspensives

La réalisation de l'apport est subordonnée à la réalisation des conditions suspensives suivantes stipulées à l'article 7 du traité d'apport :

¹ Selon le sens qui leur est donné au paragraphe A du préambule du traité d'apport en date du 30 septembre 2014

Laurent ODOBEZ
185 Avenue Charles de Gaulle
92 524 Neuilly sur Seine

Alain ABERGEL
143 Rue de la Pompe
75116 Paris

- (i) la remise par les commissaires aux apports de leur rapport relatif à l'apport des titres apportés dans le cadre de l'opération, conformément aux dispositions de l'article R.225-8 sur renvoi de l'article R.225-136 du code de commerce et aux recommandations de l'AMF, dans une forme satisfaisante pour les parties au traité d'apport ;
- (ii) la remise par les apporteurs des documents attestant de l'approbation consentie par les sociétés Barco, NEC et Christie (les « Partenaires Commerciaux-Financiers ») et les partenaires financiers, à savoir BNP Paribas Fortis Banque SA, la Banque Européenne d'Investissement et KBC Bank NV, et ING Equipment Lease NV, ainsi que DG Infra et ONDD (les « Partenaires Financiers ») de dcinex et de ses filiales concernant les trois sujets suivants: (a) la Bénéficiaire devenant le nouvel actionnaire de contrôle de dcinex, (b) la fusion-absorption par la dcinex des sociétés dcinex Alpha et dcinex Beta et (c) la constitution d'un gage de 3^{ème} rang sur les titres dcinex détenus par les apporteurs au profit des détenteurs d'OBSA ;
- (iii) la signature des termes et conditions des OBSA Ymagis par les parties concernées ;
- (iv) la remise par les apporteurs des documents satisfaisants attestant de la bonne et complète réalisation des opérations assimilées à la fusion par absorption de dcinex Alpha et dcinex Beta par dcinex, avant le 31 juillet 2014 ;
- (v) la signature de l'ensemble de la documentation bancaire déclinant les principes décrits dans le *term-sheet* bancaire tel que visé en Annexe 7.1 du traité d'apport décrivant la restructuration de la dette au niveau de dcinex à la suite de sa fusion avec dcinex Alpha et dcinex Beta ;
- (vi) l'enregistrement par l'AMF du document E relatif aux apports réalisés dans le cadre de l'opération ;
- (vii) l'approbation par l'assemblée générale des actionnaires de la bénéficiaire de la nomination d'un administrateur, Sparaxis SA, et d'un censeur, EVS Broadcast Equipment SA, au conseil d'administration de la bénéficiaire proposé conjointement par EVS, SRIW, GIMV et BIP. Il est précisé, pour éviter tout doute, que cette condition suspensive est prévue exclusivement en faveur des apporteurs ;
- (viii) l'approbation par l'assemblée générale des actionnaires de la bénéficiaire des résolutions relatives à l'apport des titres apportés, à l'évaluation de cet apport et aux augmentations de capital devant en résulter, étant entendu qu'il est rappelé que les trois actionnaires de référence de la dcinex (à savoir Ymagis Holdings SAS, Odysée Venture et OTC Asset Management) se sont engagés par écrit, dans ou en vertu de l'accord de principe (tel que défini dans le paragraphe F du traité d'apport), à voter en faveur de cette approbation ;
- (ix) le remboursement et complet paiement des montants dus à la date de réalisation par dcinex au titre des prêts subordonnés d'actionnaires dans les conditions visées à

Laurent ODOBEZ
185 Avenue Charles de Gaulle
92 524 Neuilly sur Seine

Alain ABERGEL
143 Rue de la Pompe
75116 Paris

l'article 4 du traité d'apport. Il est précisé, pour éviter tout doute, que cette condition suspensive est prévue exclusivement en faveur des apporteurs ;

- (x) le paiement par dcinex de la quote-part numéraire à la date de réalisation au profit des apporteurs. Il est précisé, pour éviter tout doute, que cette condition suspensive est prévue exclusivement en faveur des apporteurs ;
- (xi) l'absence de révélation, dans le cadre de la convention de garantie, d'un ou plusieurs évènements se rapportant à un préjudice total supérieur à 1.000.000 € tel que visé à l'article 2.5 (c) de ladite convention de garantie ;
- (xii) la remise par les apporteurs des documents satisfaisants portant sur la mainlevée des nantissements constitués par les apporteurs sur les titres dcinex au profit des Partenaires Commerciaux-Financiers et des Partenaires Commerciaux ; et
- (xiii) la constitution et l'opposabilité au plus tard à la date de réalisation à l'issue des opérations d'apports prévues aux présentes d'un gage sur les titres dcinex destiné à garantir le paiement de toute somme due aux porteurs des OBSA Ymagis (au titre de leurs OBSA Ymagis), d'un rang immédiatement inférieur aux gages sur les titres dcinex bénéficiant aux Partenaires Financiers et aux Partenaires Commerciaux-Financiers, substantiellement identique au modèle figurant en Annexe 7.1 (xiii) du traité d'apport étant précisé que certaines clauses sont en cours de négociation avec les Partenaires Financiers et les Partenaires Commerciaux-Financiers, en ce compris la clause 11.4 « Forclore » (cette condition suspensive étant consentie exclusivement en faveur des apporteurs).

L'article 7.2 du traité d'apport précise cependant que les parties pourront, d'un commun accord, renoncer à tout ou partie de ces conditions suspensives ci-dessus autres que celles visées aux articles (vii), (ix), (x) ou (xiii), qui ne sont consenties qu'en faveur des apporteurs et auxquelles il ne peut être renoncé que par ces derniers.

Laurent ODOBEZ
185 Avenue Charles de Gaulle
92 524 Neuilly sur Seine

Alain ABERGEL
143 Rue de la Pompe
75116 Paris

2. Diligences et appréciation de la valeur des apports

2.1 Méthode d'évaluation retenue

S'agissant d'une opération d'apport impliquant des sociétés sous contrôle distinct au sens du règlement CRC n° 2004-01 du 4 mai 2004 relatif au traitement comptable des fusions et opérations assimilés, cet apport doit être réalisé à la valeur réelle.

2.2 Diligences effectuées

Notre mission a pour objet d'éclairer les actionnaires de la société bénéficiaire des apports sur la valeur de l'apport et de s'assurer que celle-ci n'est pas surévaluée. Elle ne saurait être assimilée à une mission de « due diligence » effectuée pour un prêteur ou un acquéreur et ne comporte pas tous les travaux nécessaires à ce type d'intervention. Notre rapport ne peut donc être utilisé dans ce contexte.

Nous avons effectué les diligences que nous avons estimées nécessaires par référence à la doctrine professionnelle de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes afin d'apprécier la rémunération des apports et notamment la pertinence des valeurs relatives attribuées aux titres des sociétés concernées par l'opération.

Nous avons notamment :

- Eu des entretiens avec les personnes en charge de l'opération pour prendre connaissance de son contexte et des modalités comptables, juridiques et fiscales envisagées, en marge de l'examen du contenu du traité d'apport ;
- Vérifié la pleine propriété des titres apportés en nous faisant confirmer l'absence de garantie ou nantissement s'y rapportant, autre que l'existence du gage sur actions conféré à BNP Paribas Fortis et autres banques en date du 26/08/2014 tel que mentionné au § 12.1.4 du traité d'apport sur les titres apportés détenus par les actionnaires listés au même § du traité d'apport ;
- Pris connaissance des activités et des marchés sur lesquels sont positionnées les deux sociétés ;
- Procédé à un examen du contrat d'apport ;
- Consulté les documents juridiques et financiers mis à notre disposition ;
- Vérifié que les états financiers de dcinex avaient été certifiés sans réserve au 31 décembre 2013, date de clôture de son dernier exercice social ;
- Pris connaissance de l'évolution des activités de dcinex au regard des comptes consolidés au 31 décembre 2013 et des comptes semestriels arrêtés au 30 juin 2014, ayant fait l'objet d'une revue limitée des commissaires aux comptes ;

Laurent ODOBEZ
185 Avenue Charles de Gaulle
92 524 Neuilly sur Seine

Alain ABERGEL
143 Rue de la Pompe
75116 Paris

- Procédé à l'examen critique de l'approche suivie et des hypothèses retenues pour les données prévisionnelles sur dix ans (à horizon 2023) de dcinex par entretien avec les responsables financiers de cette société ;
- Pris connaissance des notes récentes d'analystes financiers afin d'appréhender leur opinion sur les perspectives d'évolution des marchés sur lesquels la société dcinex est présente ;
- Mis en œuvre des méthodes alternatives de valorisation et réalisé des analyses de sensibilité en fonction de critères jugés pertinents.

Nous avons enfin obtenu une lettre d'affirmation de la part des dirigeants de dcinex nous confirmant l'absence, à la date du présent rapport, d'événements pouvant remettre en cause de façon significative les prévisions.

2.2.1 Appréciation de la valeur attribuée à la société dcinex

Notre appréciation de la valeur attribuée à la société dcinex dans le cadre de l'apport s'appuie sur une approche multicritères.

La valeur totale d'apport des titres apportés par dcinex est de 26,1 m€, rémunérée par un versement en trésorerie de 5,0 m€, une augmentation de capital de 5,7 m€ via l'émission d'actions Ymagis au prix de 8,15 € et une émission de 94.477 OBSA d'un montant principal unitaire de 163 €, soit un montant total de 15,4 m€.

2.2.2 Méthodes retenues par les commissaires aux apports pour l'appréciation de la valeur de dcinex retenue pour l'apport

- *Somme des parties et évaluation intrinsèque de chaque activité par actualisation de flux de trésorerie disponibles*

La méthode DCF (*Discounted Cash Flows* ou Actualisation de flux de trésorerie) consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'une entreprise par l'actualisation des flux financiers issus d'un plan prévisionnel, à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité du marché vis-à-vis de l'entreprise et tenant compte, le cas échéant, d'une valeur de sortie à l'horizon de ce plan.

Eu égard à l'horizon fini des flux de l'activité VPF, nous n'avons retenu une valeur terminale que pour les activités Exhibitor Services (« ES »), Content Services (« CS ») et Dsat.

Afin de permettre cette analyse, le management nous a fourni les plans d'affaires des différentes activités de la société, qui couvrent la période du 1^{er} janvier 2014 au 31 décembre 2023.

Laurent ODOBEZ
 185 Avenue Charles de Gaulle
 92 524 Neuilly sur Seine

Alain ABERGEL
 143 Rue de la Pompe
 75116 Paris

Nous avons réalisé nos analyses de valeur au 31 décembre 2013, étant précisé que la prise en compte des données bilancielles arrêtée au 30 juin 2014 ne remet pas en cause les hypothèses retenues sur la base des données 2013.

De plus, les dirigeants de dcinex nous ont confirmé l'absence, à la date de ce rapport, de survenance d'événements susceptibles de remettre en cause de façon significative les prévisions.

Afin d'obtenir la valeur des fonds propres de dcinex, nous avons donc déduit le montant de dette nette à son bilan au 31 décembre 2013 à la somme des Valeurs d'Entreprise (VE) des différentes activités de dcinex à la même date.

Le taux sans risque applicable a été déterminé sur la base de la moyenne 1 / 3 / 6 mois et 1 an des rendements des obligations 10 / 20 / 30 ans de l'Etat français. Il ressort à 3,0% au 31 décembre 2013.

La prime de risque de marché a été déterminée sur la base d'un consensus de travaux académiques et de consensus de notes d'analystes et ressort dans une fourchette comprise entre 5,5% et 6,5% au 31 décembre 2013.

En raison des diverses activités de dcinex, les taux d'actualisation utilisés pour nos analyses DCF ont été différenciés.

Les flux perçus par dcinex au titre de l'activité VPF étant considérés comme très sûrs, nous avons assimilé cette activité à une concession et avons donc analysé, faute de sociétés directement comparables, le bêta et le gearing médians sur 3 ans et 5 ans des entreprises du secteur des concessions autoroutières au 31 décembre 2013.

Projet Olympe 31/12/2013	Bêta	D/E	Bêta	Bêta	D/E	Bêta
	Endetté 3 ans (1)	Moyenne 3 ans (2)	Désendetté 3 ans	Endetté 5 ans (1)	Moyenne 5 ans (2)	Désendetté 5 ans
Abertis	0,88	106,4%	0,50	0,91	118%	0,50
Atlantia	0,81	110,8%	0,46	0,77	110%	0,44
Autostrada	0,69	95,8%	ns	0,57	ns	ns
Brisa Auto Estradas	(0,04)	ns	ns	0,26	ns	ns
Ferrovial	0,81	64,1%	0,56	0,62	153%	0,30
Sias	0,80	84,6%	0,50	0,75	90%	0,47
Vinci	1,10	62,7%	0,78	1,10	67%	0,77
Moyenne	0,72	87%	0,56	0,71	108%	0,49
Médiane	0,81	90%	0,50	0,75	110%	0,47

(1) Bêta Bloomberg, fréquence hebdomadaire sur 3 ans et mensuelle sur 5 ans

(2) Dette Nette

Après application d'une prime de risque de taille de 4% sur le coût des fonds propres (barème Ibbotson 2013 pour le dernier décile, i.e. VFP inférieure à 500 M\$), le coût moyen pondéré du capital applicable à l'activité VPF ressort entre 7,2% et 7,7%.

Laurent ODOBEZ
185 Avenue Charles de Gaulle
92 524 Neuilly sur Seine

Alain ABERGEL
143 Rue de la Pompe
75116 Paris

Analyse du Coût Moyen Pondéré du Capital - VPF

31/12/2013	Bas	Moyen	Haut
Taux Sans Risque	3,0%	3,0%	3,0%
Prime de Risque du Marché	5,5%	6,0%	6,5%
Bêta Désendetté	0,49	0,49	0,49
D/E	100%	100%	100%
Bêta Réendetté	0,81	0,81	0,81
Prime de Risque Spécifique	4,0%	4,0%	4,0%
Coût des Fonds Propres	<u>11,5%</u>	<u>11,9%</u>	<u>12,3%</u>
Taux Sans Risque	3,0%	3,0%	3,0%
Spread	<u>1,5%</u>	<u>1,6%</u>	<u>1,7%</u>
Coût de la Dette avant Impôt	4,5%	4,6%	4,7%
Taux d'IS	<u>34,0%</u>	<u>34,0%</u>	<u>34,0%</u>
Coût de la Dette après Impôt	3,0%	3,0%	3,1%
D/(D+E)	50%	50%	50%
E/(D+E)	50%	50%	50%
CMPC au 31/12/2013	7,2%	7,5%	7,7%

Afin de déterminer le taux d'actualisation applicable aux activités ES, CS et Dsat, nous avons étudié le bêta et le gearing médians sur 3 ans et 5 ans d'un échantillon large de sociétés actives dans l'industrie du cinéma.

Projet Olympe	Bêta	D/E	Bêta	Bêta	D/E	Bêta
	Endetté	Moyenne	Désendetté	Endetté	Moyenne	Désendetté
31/12/2013	3 ans (1)	3 ans (2)	3 ans	5 ans (1)	5 ans (2)	5 ans
Akamai Technologies Inc.	1,33	(16,7)%	1,33	0,81	ns	na
Barco	1,07	(9,3)%	1,07	1,55	(5,9)%	1,55
Cinedigm Corp	0,79	na	na	1,28	447,5%	0,34
Cinemedla Film AG	0,61	na	na	0,83	ns	na
Dolby Laboratories Inc.	1,04	(27,8)%	1,04	0,94	(22,6)%	0,94
EVS Broadcast Equipment S.A.	0,77	(3,3)%	0,77	0,92	(4,5)%	0,92
Image Systems AB	0,34	na	na	0,36	ns	na
Imax Corp.	1,41	0,2%	1,41	1,52	3,8%	1,49
Level 3 Communication Inc	1,36	188,6%	0,63	0,98	ns	na
Limelight Networks Inc.	1,33	(44,1)%	1,33	1,23	(43,5)%	1,23
Finewood-Shepperton PLC	0,47	na	na	0,20	ns	na
Prime Focus Ltd.	1,10	81,7%	0,72	1,56	99,1%	0,94
Reald Inc	1,29	0,9%	1,28	1,55	0,9%	1,55
SONY CORPORATION	1,23	(17,3)%	1,23	1,38	(13,5)%	1,38
YMAGIS	0,43	na	na	0,55	80,4%	0,36
Technicolor SA	1,21	154,1%	0,60	1,78	331,1%	0,56
Moyenne		21%	1,05		88%	1,04
Médiane		(9)%	1,10		(4)%	0,94

(1) Bêta Bloomberg, fréquence hebdomadaire sur 3 ans et mensuelle sur 5 ans

(2) Dette Nette

Laurent ODOBEZ
 185 Avenue Charles de Gaulle
 92 524 Neuilly sur Seine

Alain ABERGEL
 143 Rue de la Pompe
 75116 Paris

Les activités Exhibitor Services, Content Services et Dsat étant relativement récentes et en croissance, nous avons considéré qu'elles étaient assimilables à des start-ups et avons par conséquent retenu une prime de risque de 8%, intégrant une prime de taille de 4% (barème Ibbotson 2013) et une prime liée à la nature des activités (start-up) de 4%.

Le taux d'actualisation ressortant de nos calculs est ainsi compris entre 16,5% et 17,5%.

Analyse du Coût des Fonds Propres des activités ES, CS et Dsat

31/12/2013	Bas	Central	Haut
Taux Sans Risque	3,0%	3,0%	3,0%
Prime de Risque du Marché	5,5%	6,0%	6,5%
Bêta Désendetté	1,00	1,00	1,00
D/E	0%	0%	0%
Bêta Réendetté	1,00	1,00	1,00
Prime de Risque Spécifique	8,0%	8,0%	8,0%
Coût des Fonds Propres	16,5%	17,0%	17,5%

Sur cette base, la valeur d'entreprise de dcinex à fin décembre 2013 ressort à 127,6 m€ en valeur centrale, soit une valeur des fonds propres de 34,9 m€.

Les résultats des DCF par activité confortent donc la valeur globale de 26,1 m€ retenue pour l'apport.

En M€	VFP	ES + CS	Dsat	Total
Valeur d'Entreprise	109,9	14,7	3,0	127,6
Dette nette au 31/12/13	(87,7)	(5,0)		(92,7)
VFP 31/12/13	22,2	9,6	3,0	34,9

- *Evaluation par les multiples de sociétés comparables*

À titre de recoupement, nous avons comparé les multiples implicites ressortant de la valeur de 26,1 m€ attribuée à dcinex aux multiples observés sur le marché.

Multiples implicites - Activité VPF et Services

En M€	
VS retenue	27,5
VE induite	120,2

Agrégats Dcinex

En M€	CA	EBITDA	EBIT
Agrégats 2013 Dcinex	92,3	31,5	9,8
Multiples implicites	1,3x	3,8x	12,3x

Laurent ODOBEZ
185 Avenue Charles de Gaulle
92 524 Neuilly sur Seine

Alain ABERGEL
143 Rue de la Pompe
75116 Paris

Multiples boursiers des sociétés comparables

Activités VPF et Services

Société	VE/CA	VE/EBITDA	VE/EBIT	PER
Cinedigm	3,2x	6,2x	ns	ns
Technicolor	0,6x	4,2x	6,7x	8,1x
Ymagis	1,7x	5,0x	11,4x	21,2x
Echantillon global - Cinéma	2,3x	6,2x	14,4x	19,4x

Les multiples de VE/CA, VE/EBITDA et VE/EBIT calculés à partir des données financières d'un échantillon global de sociétés du secteur du cinéma sont supérieurs aux multiples implicites de l'opération étudiée et confortent l'idée que la valeur de l'apport n'a pas été surestimée.

Multiples induits par l'augmentation de capital réalisée par Ymagis en février 2014 au prix de 7,65 euros par action :

Multiples implicites - Activités VPF et Services

	VE en M€	VE/CA	VE/EBITDA	VE/EBIT
Ymagis	92,9	2,0x	6,0x	14,1x

De la même manière, les multiples induits par l'augmentation de capital réalisée par Ymagis en janvier 2014, société la plus comparable à dcinex, sont supérieurs aux multiples implicites de l'opération et confortent l'idée que la valeur de dcinex retenue pour l'apport n'a pas été surestimée.

Sur la base de nos travaux et à la date du présent rapport, nous sommes d'avis que la juste valeur des apports s'élevant à 26,1 millions d'euros n'est pas surestimée.

Laurent ODOBEZ
185 Avenue Charles de Gaulle
92 524 Neuilly sur Seine

Alain ABERGEL
143 Rue de la Pompe
75116 Paris

3 Diligences et appréciation du rapport d'échange

Pour déterminer le nombre d'actions et d'OBSA à émettre par la société Ymagis en rémunération de l'apport, les parties ont procédé à une comparaison de la valeur des deux sociétés, étant précisé que les BSA attachés donnent droit à un nombre d'actions ordinaires de la société Ymagis sur la base d'un prix d'exercice de 8,15 €.

L'appréciation des valeurs relatives attribuées par les parties aux actions des sociétés participant à l'opération appelle les commentaires suivants :

- les méthodes de valorisation pour la détermination de la valeur des actions sont usuelles et adaptées au regard de l'activité des sociétés et de leur taille ;
- dans le cadre de notre analyse, nous avons étendu les méthodes de valorisation afin d'examiner la sensibilité des valeurs à différents paramètres.

3.1 Diligences effectuées

Notre mission a pour objet d'éclairer les actionnaires des sociétés dcinex et Ymagis sur les valeurs relatives retenues afin d'apprécier le caractère équitable de la rémunération proposée.

Elle ne saurait être assimilée à une mission de « due diligence » menée pour un prêteur ou un acquéreur et, ne comporte pas tous les travaux nécessaires à ce type d'intervention.

Notre rapport ne peut être utilisé dans ce contexte.

Nous avons effectué les diligences que nous avons estimé nécessaires, par référence à la doctrine professionnelle de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes applicable à cette mission, afin :

- de vérifier que les valeurs relatives attribuées aux sociétés prenant part à l'opération sont pertinentes ;
- d'apprécier l'importance relative donnée aux valeurs jugées pertinentes ;
- d'apprécier l'incidence des valeurs relatives sur la situation des associés/actionnaires.

Nos diligences ont consisté pour l'essentiel :

- à nous entretenir avec le conseil et le management des sociétés, tant pour appréhender le contexte de l'opération projetée que pour en analyser les modalités économiques, comptables, juridiques et fiscales ;
- à demander aux dirigeants des sociétés participant à l'opération de nous confirmer l'exhaustivité des informations transmises sur cette opération ;

Laurent ODOBEZ
185 Avenue Charles de Gaulle
92 524 Neuilly sur Seine

Alain ABERGEL
143 Rue de la Pompe
75116 Paris

- à s'appuyer sur les travaux mis en œuvre dans le cadre de notre appréciation sur la valeur des apports ;
- s'agissant plus spécifiquement de la société bénéficiaire, à vérifier que les états financiers de la société Ymagis avaient été certifiés sans réserve au 31 décembre 2013, date de clôture de son dernier exercice social ;
- à prendre connaissance de l'évolution des activités d'Ymagis au regard des comptes annuels au 31 décembre 2013 et des comptes semestriels arrêtés au 30 juin 2014, ayant fait l'objet d'une revue limitée des commissaires aux comptes ;
- à examiner la cohérence de la valeur de 8,15 € retenue pour l'action Ymagis avec les moyennes pondérées des cours de bourse observées sur la période précédant l'annonce de l'opération par rapport au marché au moment de l'annonce de l'opération le 21 juillet 2014 ;
- à prendre connaissance des notes récentes d'analystes financiers afin d'appréhender leur opinion sur les perspectives d'évolution des marchés sur lesquels la société Ymagis est présente ;
- à mettre en œuvre des méthodes alternatives de valorisation et à réaliser des analyses de sensibilité en fonction de critères jugés pertinents.

Nous avons enfin obtenu une lettre d'affirmation de la part des dirigeants d'Ymagis nous confirmant l'absence, à la date du présent rapport, d'événements pouvant remettre en cause de façon significative les prévisions.

3.2 Appréciation du rapport d'échange

3.2.1 Evaluation d'Ymagis réalisée sur la base de son cours de bourse

La société Ymagis étant cotée, sa valorisation a été fondée sur l'analyse des cours de bourse et de leur moyenne pondérée observés sur la période précédant l'annonce de l'opération.

Nous avons examiné les évolutions du cours de bourse de l'action Ymagis au titre des douze derniers mois précédant le 04 juillet 2014, date à laquelle les parties ont approuvé le protocole de négociation relatif à la fusion et au 21 juillet 2014, date de l'annonce de l'opération.

Les moyennes des cours pondérés par les volumes échangés sont les suivantes :

Analyse du Cours Moyen Pondéré par les Volumes

Au 04/07/2014

	CMPV	% vs. Spot
Spot	8,55	
1 mois	8,62	0,8%
3 mois	9,14	6,9%
6 mois	8,56	0,2%
12 mois	8,41	-1,6%

Source: Bloomberg

Laurent ODOBEZ
185 Avenue Charles de Gaulle
92 524 Neuilly sur Seine

Alain ABERGEL
143 Rue de la Pompe
75116 Paris

L'analyse du cours de bourse d'Ymagis appelle les commentaires suivants :

- L'action Ymagis n'est cotée que depuis mai 2013, rendant difficile une analyse historique approfondie ;
- Malgré la volatilité du cours depuis le début de l'année 2014, le cours au 21 juillet 2014 (8,49 €) est en ligne avec les moyennes pondérées par les volumes sur 1/3/6/12 mois (8,50 €) ;
- La société Ymagis a procédé en janvier 2014 à une augmentation de capital au cours de 7,65 € par action qui a été souscrite 1,5 fois ;
- L'augmentation de la valeur du cours depuis début janvier 2014 s'accompagne d'une augmentation des volumes d'échange, démontrant un intérêt croissant des investisseurs sur la valeur ;
- Les volumes d'échange restent cependant marginaux.

Sur ces bases, le cours de 8,15 € pour la société Ymagis retenu dans le traité d'apport, soit une capitalisation boursière de 58,2 m€ pour 7 145 071 actions, apparaît en ligne avec le marché.

A titre informatif, l'objectif de cours des analystes financiers ressort à 10,5 € en moyenne, induisant une valeur des fonds propres d'Ymagis de 75 m€.

3.2.2 Evaluation d'Ymagis réalisée sur la base d'une actualisation des flux de trésorerie disponibles

Les sociétés Ymagis et dcinex ont des activités identiques, l'offre des deux sociétés couvrant deux pôles d'activité, la gestion des VPF et les services aux exploitants et aux producteurs / distributeurs.

Les comptes consolidés semestriels de la société Ymagis clos le 30 juin 2014, arrêtés par le conseil d'administration en date du 29 août 2014, ont fait l'objet d'un examen limité par les commissaires aux comptes, attestant ne pas avoir relevé d'anomalie significative.

Au cours du premier semestre 2014, le groupe Ymagis a vu son chiffre d'affaires consolidé augmenter de 50% pour s'établir à 30,1 m€, contre 20,0 m€ au 1^{er} semestre 2013 (+21,4% hors ventes de matériel liées à la fin du déploiement du VPF).

Cette évolution s'explique par la croissance du chiffre d'affaires VPF et par celle du pôle services, dont l'ensemble des activités affiche une forte croissance sur le semestre.

L'activité du pôle services s'explique par la croissance du chiffre d'affaires de l'activité Infogérance & Maintenance, essentiellement liée au déploiement d'écrans VPF et par celle des activités de laboratoire numérique du groupe, notamment concernant l'activité d'acheminement de contenus numériques qui a bénéficié sur le semestre de l'apport fin novembre 2013 des

Laurent ODOBEZ
185 Avenue Charles de Gaulle
92 524 Neuilly sur Seine

Alain ABERGEL
143 Rue de la Pompe
75116 Paris

activités dans ce domaine de SmartJog et de l'acquisition, début avril 2014, des actifs liés à l'acheminement dématérialisé des contenus numériques de la société Arqiva.

La prise en compte des flux de trésorerie disponibles de la société Ymagis, pour la mise en œuvre de la méthode DCF (*Discounted Cash Flows*), a fait l'objet d'une appréciation des différents métiers de la société Ymagis.

A cet égard, les contrats conclus en France avec les distributeurs sont régis par la loi du 30 septembre 2010 relative à l'équipement numérique des établissements de spectacles cinématographiques, qui prévoit que les distributeurs sont tenus de contribuer, soit directement, soit par l'intermédiaire d'un tiers, aux investissements nécessaires à l'installation des équipements de projection numérique des salles de spectacles cinématographiques homologuées avant le 31 décembre 2012.

Cette contribution n'est plus requise :

- une fois assurée la couverture de l'installation initiale des équipements de projection numériques ;
- au-delà d'un délai de 10 ans après l'installation initiale sans que ce délai ne puisse excéder le 31 décembre 2021.

Les recettes et les flux de trésorerie qui en découlent, attachés au secteur d'activité VPF, présentent un caractère très sûr et bénéficient d'une bonne visibilité à l'horizon 2021.

Les recettes correspondantes aux activités de services présentent en revanche un caractère plus aléatoire, même si elles sont en partie liées au nombre de salles équipées.

Les calculs alternatifs fondés sur l'actualisation des flux futurs de trésorerie ont été effectués sur la base d'un taux d'actualisation médian de 13%, intégrant une prime de risque additionnelle de 6% inhérente à l'incertitude liée aux activités de services, sur lequel nous avons procédé à des analyses de sensibilité :

Estimation du coût des fonds propres	YMAGIS « Services »	YMAGIS « VPF »
Taux sans risque	3%	3%
Volatilité du marché (Bêta)	1,00	0,80
Prime de risque du marché	7%	4%
Prime de risque spécifique	8%	2%
Coût des fonds propres	18%	8%

Sur ces bases, les résultats obtenus confortent la valeur moyenne par action de 8,15 € retenue pour l'opération.

3.2.3 Evaluation d'Ymagis réalisée par application de multiples

Laurent ODOBEZ
185 Avenue Charles de Gaulle
92 524 Neuilly sur Seine

Alain ABERGEL
143 Rue de la Pompe
75116 Paris

Les multiples induits par l'augmentation de capital récemment réalisée par Ymagis sont supérieurs aux multiples implicites de l'opération et confortent l'appréciation selon laquelle la valeur d'Ymagis n'a pas été surestimée.

Multiples induits par l'augmentation de capital réalisée par Ymagis en janvier 2014 au prix de 7,65 € par action :

<u>Multiples implicites - Activités VPF et Services</u>				
	VE en M€	VE/CA	VE/EBITDA	VE/EBIT
Ymagis	92,9	2,0x	6,0x	14,1x

A la date des présentes, aucun élément n'apparaît susceptible de remettre en cause les multiples induits par cette augmentation de capital.

3.2.4 Appréciation du caractère équitable de la rémunération proposée

La valeur totale d'apport des titres dcinex s'élève à 26,1 m€, rémunérée par un versement en trésorerie de 5,0 m€, une augmentation de capital de 5,7 m€ via l'émission d'actions Ymagis au cours de 8,15 € et une émission de 94.477 OBSA d'un montant principal unitaire de 163 €, soit un montant total de 15 400 k€.

Nous précisons que nos travaux de valorisation de la composante dette des OBSA au taux implicite de 4,6% représentatif de l'endettement de l'activité Ymagis à fin 2013 et de valorisation de la composante optionnelle des OBSA, ont conduit à une valorisation totale des OBSA comprise dans une fourchette de 17,05 M€ à 18,14 M€ selon les hypothèses de volatilité retenues.

La quote-part en numéraire, la rémunération en actions nouvelles Ymagis et la rémunération en OBSA Ymagis seront réparties entre tous les apporteurs de manière à ce que la totalité de la rémunération de leur apport soit répartie à due proportion de leur quote-part au capital de la société dcinex.

En ce qui concerne la valeur de l'apport, dans le cadre de notre appréciation des critères de valorisation retenus pour la détermination du montant de l'apport des titres dcinex à 26,1 m€, nous n'avons pas relevé d'élément susceptible de remettre en cause la valeur globale de l'apport, soit 26,1 m€.

La part de la rémunération de l'apport en titres Ymagis consiste en l'émission d'actions ordinaires nouvelles au prix d'émission unitaire de 8,15 €.

Sur la base de nos travaux, le prix de 8,15 € pour la société Ymagis retenu dans le traité d'apport, soit une capitalisation boursière de 58,2 m€ pour 7 145 071 actions, apparaît en ligne avec le marché.

La part de la rémunération de l'apport en OBSA consiste en l'émission de 94.477 OBSA d'un montant principal unitaire de 163 €, soit un montant total de 15 400 k€.

Laurent ODOBEZ
185 Avenue Charles de Gaulle
92 524 Neuilly sur Seine

Alain ABERGEL
143 Rue de la Pompe
75116 Paris

Sur la base de nos travaux et à la date du présent rapport, nous sommes d'avis que la rémunération proposée pour l'apport des titres dcinex, telle qu'elle a été arrêtée par les parties, présente un caractère équitable.

4 Conclusion

En conclusion de nos travaux, nous sommes d'avis que la valeur d'apport s'élevant à un total de 26 100 000 € n'est pas surévaluée et, en conséquence, qu'elle est au moins égale au total formé par l'augmentation de capital de la société bénéficiaire de l'apport, majorée de la prime d'apport, soit 5 699 938,85 €, le versement en trésorerie de 5 000 310,15 € et l'attribution de 94.477 OBSA Ymagis pour un montant total de 15 399 751 €,

Sur la base de nos travaux et à la date du présent rapport, nous sommes d'avis que la rémunération proposée pour l'apport des titres dcinex, telle qu'elle a été arrêtée par les parties, présente un caractère équitable.

En intégrant la composante optionnelle des OBSA, ainsi que la valorisation à sa juste valeur de la composante dette des OBSA, notre avis reste inchangé.

Fait à Paris et Neuilly sur Seine le 30 septembre 2014



Laurent ODOBEZ

Les commissaires aux apports



Alain ABERGEL