

Note d'information

de la société

DOCTISSIMO

EN REPONSE A LA GARANTIE DE COURS VISANT LES ACTIONS DE DOCTISSIMO INITIEE PAR

LAGARDERE ACTIVE DIGITAL



En application de l'article L. 621-8 du code monétaire et financier et de l'article 231 -26 de son règlement général, l'Autorité des marchés financiers a apposé le visa n° 08-079 en date du 29 avril 2008 sur la présente note en réponse. Cette note en réponse a été établie par la société Doctissimo et engage la responsabilité de ses signataires. Le visa, conformément aux dispositions de l'article L. 621-8-1-I du code monétaire et financier, a été attribué après que l'AMF ait vérifié "*si le document est complet et compréhensible, et si les informations qu'il contient sont cohérentes*". Il n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

Des exemplaires de la présente note d'information sont disponibles sans frais auprès de :

DOCTISSIMO
33 rue Raffet
75016 Paris

La présente note d'information est également disponible sur les sites Internet de Doctissimo (www.medcost.fr) et de l'Autorité des marchés financiers (www.amf-france.org).

Conformément à l'article 231-28 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers, les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de Doctissimo seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de la Garantie de Cours, selon les mêmes modalités.

TABLE DES MATIERES

I. RAPPEL DES CONDITIONS DE LA GARANTIE DE COURS DE LAGARDERE ACTIVE DIGITAL	3
II. CONTEXTE DE LA GARANTIE DE COURS	3
III. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE DOCTISSIMO	3
IV. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	4
V. ACCORDS POUVANT AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE LA GARANTIE DE COURS	25
VI. ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'ISSUE DE LA GARANTIE DE COURS	25
6.1 <i>Structure du capital</i>	25
6.2 <i>Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions – Clauses de conventions communiquées à la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce.....</i>	26
6.3 <i>Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil.</i>	26
6.4 <i>Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux.....</i>	26
6.5 <i>Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionariat du personnel.....</i>	26
6.6 <i>Accords entre actionnaires.....</i>	26
6.7 <i>Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration, ainsi qu'à la modification des statuts.....</i>	26
6.8 <i>Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions.....</i>	27
6.9 <i>Accords conclus par la Société modifiés ou prenant fin en cas de changement de contrôle de la Société.....</i>	27
6.10 <i>Accords prévoyant des indemnités pour les mandataires sociaux ou les salariés, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique.....</i>	27
VII. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION	28
VIII. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION	29

I. RAPPEL DES CONDITIONS DE LA GARANTIE DE COURS DE LAGARDERE ACTIVE DIGITAL

HSBC France, agissant pour le compte de la société Lagardère Active Digital, société par actions simplifiée au capital de 37.000 euros dont le siège social est situé au 149, rue Anatole France – 92534 Levallois-Perret, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 497 909 051 (« **Lagardère Active Digital** » ou l'« **Initiateur** »), a déposé le 8 avril 2008 un projet de garantie de cours aux termes duquel l'Initiateur propose de manière irrévocable aux actionnaires de Doctissimo, société anonyme à Conseil d'administration au capital de 1.210.363,25 euros, dont le siège social est situé au 33, rue Raffet – 75016 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 399 444 629 (ci-après « **Doctissimo** » ou la « **Société** »), dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment C du marché Euronext Paris sous le code ISIN FR0000076150, d'acquérir la totalité de leurs actions Doctissimo au prix unitaire de 30,50 euros, durant une période de 15 jours de négociation.

HSBC France, en tant qu'établissement présentateur de la garantie de cours (ci-après la « **Garantie de Cours** »), garantit, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de la Garantie de Cours.

II. CONTEXTE DE LA GARANTIE DE COURS

Lagardère Active Digital a conclu le 21 février 2008 avec Monsieur Laurent Alexandre, Monsieur Cédric Tournay, Mademoiselle Julia Tournay, Monsieur Gabriel Tournay, Monsieur Christophe Clément, Monsieur Didier Beaumelle et Madame Valérie Brouchoud (les « **Vendeurs** ») un contrat de cession d'actions (le « **Contrat de Cession** ») par lequel les Vendeurs se sont engagés à céder à Lagardère Active Digital 2.584.432 actions Doctissimo représentant 53,38% du capital (le « **Bloc de Contrôle** »).

La cession du Bloc de Contrôle est intervenue le 25 février 2008 dans le cadre d'une cession hors marché moyennant le versement par Lagardère Active Digital aux Vendeurs d'un prix global de 78.825.176 euros, soit 30,50 euros par action cédée. A l'issue des opérations décrites ci-dessus, Lagardère Active Digital détenait 2.584.432 actions Doctissimo représentant 53,38 % du capital de la Société.

Par ailleurs, Lagardère Active Digital a procédé, entre le 22 février 2008 et la date du présent document, à des acquisitions complémentaires portant sur un montant total de 868.169 actions Doctissimo, représentant 17,93% du capital de la Société.

A l'issue des opérations décrites ci-dessus, Lagardère Active Digital détient à la date du présent document 3.452.601 actions Doctissimo représentant environ 71,31% du capital et 70,85% des droits de vote de la Société (étant entendu que le nombre d'actions détenues par Lagardère Active Digital inclut les 370.618 actions négociées le 28 avril 2008 pour lesquelles le règlement-livraison n'interviendra que le 2 mai 2008).

III. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE DOCTISSIMO

Le Conseil d'administration de Doctissimo s'est réuni le 7 avril 2008. Deux administrateurs étaient présents et avaient chacun reçu mandat de représenter les deux autres membres du Conseil. A l'unanimité, le Conseil d'administration de Doctissimo a rendu l'avis motivé suivant :

«Le Conseil d'administration de Doctissimo a pris connaissance du projet de garantie de cours de la société Lagardère Active Digital (et notamment d'un projet de note d'information comportant les motifs et intentions de Lagardère Active Digital) visant les actions émises par Doctissimo, des éléments d'appréciation du prix de la garantie de cours préparés par HSBC France ainsi que du rapport de l'expert indépendant, le cabinet Associés en Finance, préparé au titre des dispositions de

l'article 261-1 du Règlement général de l'AMF. Le Conseil a noté que le prix offert par Lagardère Active Digital dans le cadre de la garantie de cours et de l'éventuel retrait obligatoire était de 30,50 euros par action Doctissimo.

Le Président a précisé que le prix proposé de 30,50 euros par action Doctissimo offrait aux actionnaires minoritaires de Doctissimo une prime de 13,30 % par rapport à la moyenne, pondérée par les volumes, des cours sur le mois précédant la signature du Contrat de Cession et de 17,88 % par rapport à la moyenne, pondérée par les volumes, des cours sur 6 mois précédant la signature du Contrat de Cession.

Le Conseil a relevé que le prix offert aux actionnaires minoritaires a été jugé équitable par l'expert indépendant d'un point de vue financier dans le cadre de la garantie de cours et de l'éventuel retrait obligatoire, et qu'il correspond au prix de cession par les Vendeurs de leurs actions de la Société.

Le Conseil a aussi pris connaissance des intentions concernant notamment l'emploi (telles que détaillées au point I.2.2.4 du projet de note d'information de l'Initiateur) affichées par Lagardère Active Digital.

Le Président a rappelé au Conseil que, dans l'hypothèse où les actions non présentées par les actionnaires minoritaires à l'issue de la garantie de cours ne représentent pas plus de 5% du capital ou des droits de vote, Lagardère Active Digital a l'intention de demander à l'AMF, dans un délai de trois mois suivant la clôture de la garantie de cours, la mise en œuvre d'un retrait obligatoire. Si un retrait obligatoire n'était pas mis en œuvre dans les conditions visées ci-dessus, l'Initiateur se réserve également la faculté, dans l'hypothèse où il viendrait à détenir, directement ou indirectement au moins 95% des droits de vote de la Société, de déposer auprès de l'AMF un projet d'offre publique de retrait, suivie, en cas de détention par les actionnaires minoritaires de la Société de moins de 5% du capital et des droits de vote, d'une procédure de retrait obligatoire visant les actions de la Société qui ne seraient pas détenues directement ou indirectement par l'Initiateur. Dans l'hypothèse où un retrait obligatoire ne pourrait être mis en œuvre, Lagardère Active Digital se réserve la possibilité de demander à Euronext Paris la radiation des actions de Doctissimo du marché d'Euronext Paris.

Le Président a rappelé au Conseil que, suite à des acquisitions postérieures à la signature du Contrat de Cession, Lagardère Active Digital détenait, au 4 avril 2008, 63,35 % du capital et 62,94 % des droits de vote de Doctissimo.

Le Conseil a également relevé qu'outre des termes financiers attractifs, le projet de garantie de cours offre aux actionnaires de Doctissimo une liquidité immédiate sur leurs actions au même prix que celui versé aux Vendeurs dans le cadre de l'acquisition du Bloc de Contrôle.

Les membres du Conseil d'administration ont par ailleurs fait part de leur intention de conserver, conformément aux exigences légales et statutaires, les actions de la Société qu'ils détiendront pour l'exercice de leur mandat.

A la lumière des éléments qui précèdent, le Conseil d'administration, à l'unanimité de ses membres présents ou représentés, a émis un avis favorable sur le projet de garantie de cours dont il juge le prix équitable et considère qu'il est conforme tant aux intérêts propres de Doctissimo qu'à ceux de ses salariés et actionnaires. En conséquence, le Conseil a décidé à l'unanimité de recommander aux actionnaires de Doctissimo d'apporter leurs actions à la garantie de cours. »

IV. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Conformément aux dispositions des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, le Conseil d'administration de Doctissimo a procédé le 17 mars 2008 à la désignation du cabinet Associés en Finance en qualité d'expert indépendant afin d'établir un rapport sur les conditions financières de la Garantie de Cours et de l'éventuel retrait obligatoire.

Dans le cadre de la mission qui lui a été confiée, le cabinet Associés en Finance a rendu le rapport suivant :

**« Attestation d'équité
sur le prix offert dans le cadre
de la garantie de cours portant
sur les actions Doctissimo
initée par la société Lagardère Active Digital
éventuellement suivie par un retrait obligatoire**

Le présent document comporte 21 pages

7 avril 2008

SOMMAIRE

- I. PRÉSENTATION DE L'EXPERT**
- II. MISSION ET MOYENS**
- III. COMMENTAIRES SUR LE PARCOURS BOURSIER DU TITRE**
- IV. DIAGNOSTIC FINANCIER ET CONTEXTE**
- V. PLAN D'AFFAIRES UTILISÉ**
- VI. APPROCHE DCF**
- VII. APPROCHE ANALOGIQUE**
- VIII. TRANSACTIONS COMPARABLES**
- IX. ANALYSE CONTRADICTOIRE DES ÉLÉMENTS D'APPRÉCIATION DU PRIX**
- X. CONCLUSION**

ANNEXES

ANNEXE 1 : TRIVAL

ANNEXE 2 : LE SECTEUR MÉDIAS AU 31 MARS 2008

I. PRÉSENTATION DE L'EXPERT

Associés en Finance est une société indépendante :

- détenue par des associés personnes physiques
- sans conflit d'intérêt dans ses domaines d'intervention

Elle a une expérience de trente ans dans l'évaluation de sociétés et les modèles de valorisation. Elle a effectué de nombreuses missions de conseil et d'expertise indépendante.

Associés en Finance a construit et entretient le modèle d'évaluation Trival et dispose donc de bases de données propriétaires. TRIVAL est basé sur des analyses fondamentales. Pour chacune des 457 sociétés suivies, le modèle détermine un taux de rentabilité interne par actualisation d'excédents de trésorerie, un niveau de risque anticipé et une mesure de la liquidité du titre en bourse. Cette analyse est réalisée par une douzaine d'analystes financiers, constituant le bureau d'études indépendant d'Associés en Finance

Associés en Finance a réalisé sur les quinze derniers mois les missions suivantes d'expertise indépendante sur des titres cotés :

	Objet	Acquéreur/Emetteur	Banque Conseil
2007	Restructuration globale de la dette	Infogrames Entertainment	Rothschild & Cie
2007	Offre de rachat des actions Newsweb	Lagardère	BNP Paribas
2007	Emission d'Obsaar	Acadomia	Crédit du Nord
2007	Emission d'Obsaar	Radiall	Oddo
2007	Emission d'Obsaar	Bonduelle	Oddo
2007	OPA/OPE sur Business Interactif	Publicis Groupe	Lazard
2007	Emission d'Obsaar	Groupe Open	Oddo
2007	Valorisation des BSA	IDI	
2007	Emission d'ORANE	Infogrames Entertainment	Lazard
2008	OPA sur Costimex	Soufflet	CM-CIC
2008	Emission d'Obsaar	Espace Production International	Oddo
2008	Emission d'Obsaar	Proméo	Oddo
2008	Emission d'Obsaar	Akka	Natixis

II. MISSION ET MOYENS

Lagardère Active Digital a conclu le 21 février 2008 un contrat de cession d'actions portant sur 53,38% du capital avec le fondateur de Doctissimo (47,64%) et des cadres dirigeants (5,74%).

Si, à l'issue de la garantie de cours consécutive à cette transaction, les actionnaires minoritaires ne détiennent pas plus de 5 % du capital ou des droits de vote de Doctissimo, Lagardère Active Digital mettra en œuvre un retrait obligatoire.

En raison de l'implication des dirigeants de Doctissimo et du fait que Lagardère Active Digital a acquis le contrôle de Doctissimo avant le lancement de l'opération, le Conseil d'Administration de Doctissimo du 17 mars 2008 a décidé, conformément aux dispositions de l'article 261-1, I. et II., du règlement général de l'AMF, de mandater Associés en Finance en qualité d'expert indépendant pour délivrer une attestation sur le caractère équitable des conditions financières de l'opération proposée.

Le présent rapport d'expertise constitue ainsi une attestation d'équité au sens de l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF.

Le prix proposé aux actionnaires minoritaires de la société Doctissimo, soit 30,50 euros par action, correspond au prix payé par Lagardère Active Digital aux actionnaires cédants, dans le cadre de la cession de bloc de contrôle.

Lagardère Active Digital détient, le 31 mars 2008, 63,35 % du capital de la Société.

Associés en Finance n'entretient aucun lien juridique, capitalistique ou de dépendance économique avec les parties et leurs actionnaires, ni n'effectue actuellement de mission de nature à le mettre en position de conflit d'intérêt pour l'appréciation de ces opérations. Associés en Finance est intervenu en 2006 comme expert indépendant dans le cadre du rachat par Lagardère de Newsweb. Les honoraires perçus pour ce type d'opération représentent moins de 2% du chiffre d'affaires, ce qui ne saurait constituer un lien de dépendance économique. Associés en Finance remplit donc les critères d'indépendance requis pour effectuer cette mission.

Pour ce faire, Associés en Finance a disposé des délais nécessaires et s'est appuyé sur ses propres méthodes et bases de données qui incorporent des sociétés comparables du secteur des médias, sur ses entretiens avec la Direction de la Société, ses banquiers et sur les diverses sources d'informations disponibles.

Outre les deux associés signataires, l'effectif dévolu à l'exécution de cette mission comprend deux analystes, qui ont entre trois et cinq ans d'expérience, le contrôle qualité étant assuré par un associé ne participant pas directement à la mission.

Les honoraires perçus pour cette mission s'élèvent à 55 000 euros HT.

Notre programme de travail depuis le 18 mars 2008 a compris les points suivants :

- Analyse des notes d'information, documents de référence et autres déposés par Doctissimo ;
- Discussions avec le management sur le plan de développement ;
- Discussions avec Lagardère Active Digital ;
- Exploitation des bases de données propres ou externes relatives aux sociétés du secteur ;
- Analyse financière de Doctissimo, comptes et stratégie ;
- Évaluation de Doctissimo selon une approche multicritères par DCF et par comparables boursiers à partir de nos projections ainsi que celles émanant de Consensus ;
- Examen des conditions d'accompagnement des dirigeants et du contrat de cession ;
- Revue critique de l'évaluation réalisée par HSBC.

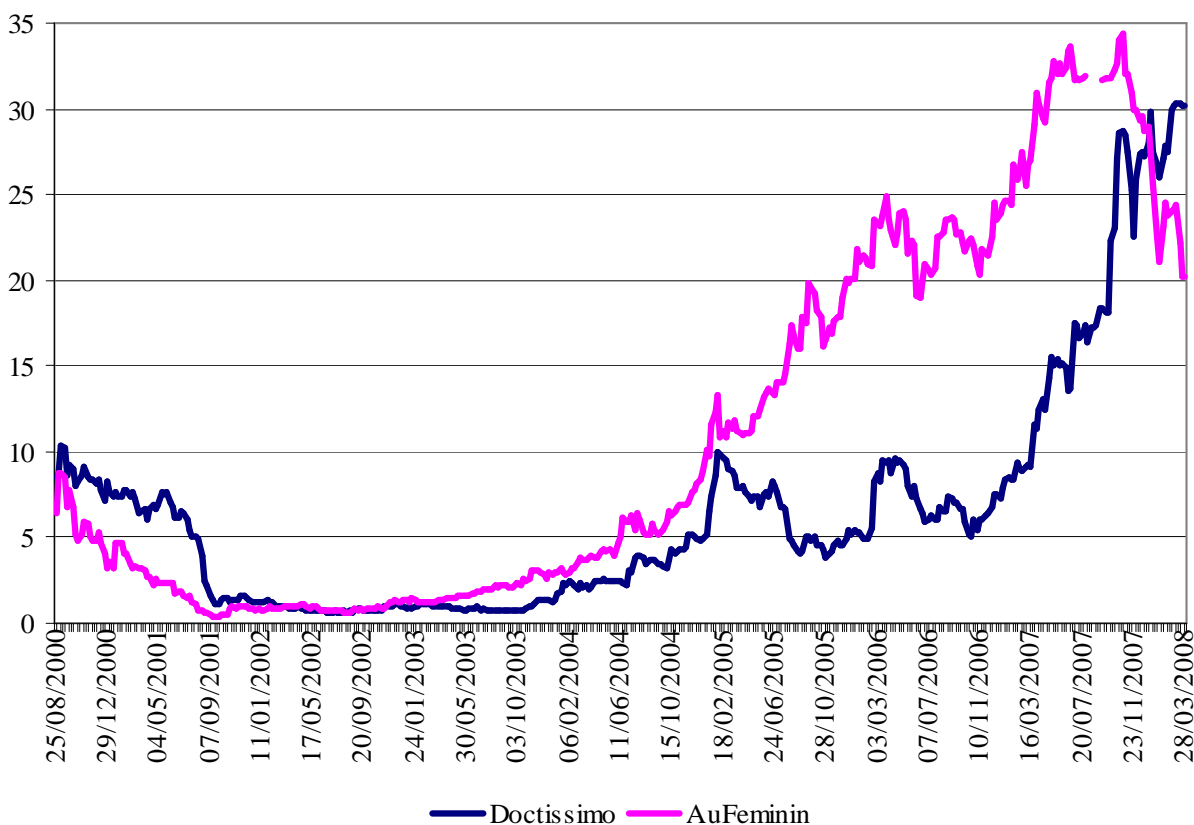
III. COMMENTAIRES SUR LE PARCOURS BOURSIER DU TITRE

Depuis son introduction sur le Nouveau Marché en juin 2000, l'évolution de la société Medcost (devenue ultérieurement Doctissimo) s'est caractérisée par une croissance interne et externe importante avec :

- en 2001, l'acquisition de Doctissimo
- en 2005, les acquisitions de Momes.net et Ados.fr
- en 2006, l'acquisition de Fluctuat.net
- en 2007, le développement de Toutpartout.com, les acquisitions de Gyneweb.fr, de No One Development, propriétaire du logiciel de forums MesDiscussions ainsi que de nombreux petits sites (123-encheres.com, annonces.org, contactoo.com, visez.com).

L'ensemble de ces acquisitions et développements confirme le recentrage affirmé du groupe vers les sites féminins B to C et l'édition de contenus.

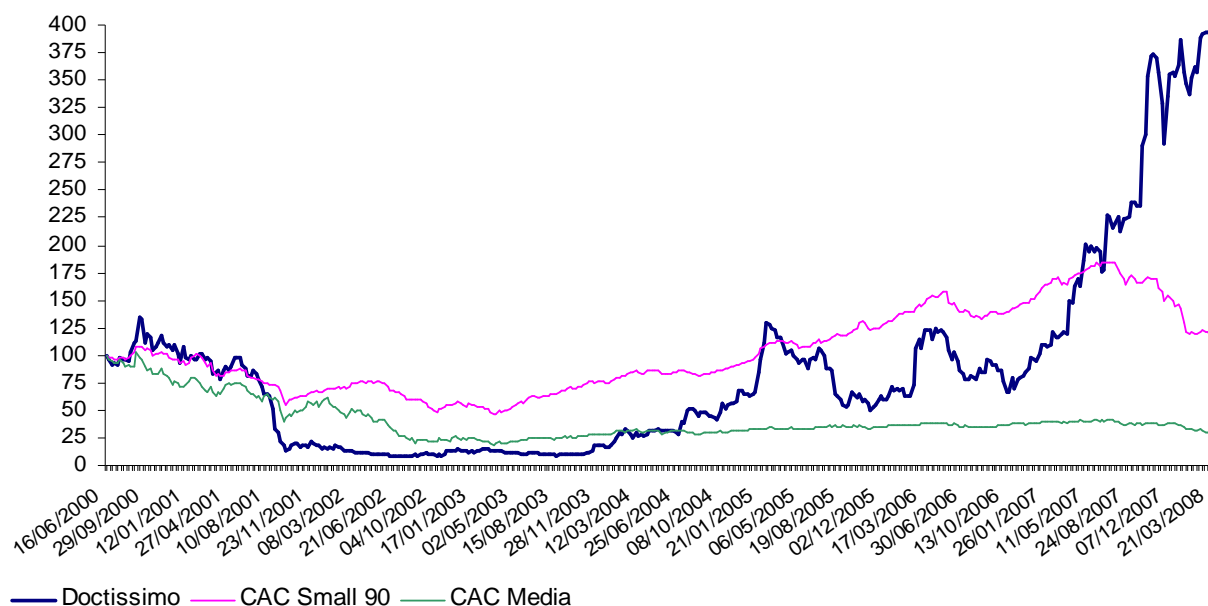
AuFeminin est le comparable le plus proche de Doctissimo. Leurs cours ont suivi une évolution parallèle, AuFeminin ayant atteint plus vite un niveau de rentabilité significatif, dès 2004, et ayant fait l'objet d'une offre en juillet 2007 à 32 € par action.



Après l'introduction de Doctissimo sur le Nouveau Marché le 9 juin 2000 à 7,9 €, le cours du titre a progressé au delà de 10 € en septembre 2000 ce qui correspond aussi au pic des indices CAC Media et CAC Small 90.

Il retombe à 1,1 € en septembre 2001 et atteint son plus bas à fin juin 2002 à 0,59 €. Il repart ensuite à la hausse pour atteindre 11,8 € en séance le 8 février 2005 puis recule à 4,2 € le 7 novembre 2005. Il fluctue dans une fourchette de 5 à 11 € jusqu'à fin mars 2007. Il s'envole pour atteindre 29 € à fin octobre 2007,

porté par la forte croissance de l'activité, par les rumeurs de rachat récurrentes depuis mars 2007 confortées par l'annonce le 27 juin du rachat d'AuFeminin.com et par l'annonce d'audience de Doctissimo en forte progression le 17 décembre. Il atteint un maximum de 31,75 € en séance le 3 janvier 2008.



Commentaires sur la prime offerte

La moyenne des cours pondérés par les volumes échangés sur les trois derniers mois au 31 mars 2008 s'élève à 29,04 €. Le prix d'offre fait donc ressortir une prime de 5 %.

Pour information, la moyenne des cours pondérés par les volumes échangés sur les trois derniers mois au 21 février 2008, date d'annonce de l'acquisition de Doctissimo par Lagardère, s'élève à 27,05 €. Le prix d'offre fait donc ressortir une prime de 12,8 % par rapport aux cours cotés avant l'annonce de la cession.

La performance annuelle obtenue par un investisseur ayant participé à l'introduction en juin 2000 s'élève à 19 % à fin février 2008, qui se compare à 4 % pour le CAC Small 90 à la même date.

IV. DIAGNOSTIC FINANCIER ET CONTEXTE

A sa création en 1995, MedCost (renommé depuis Doctissimo) était un acteur B to B de l'Internet médical avec trois activités :

- prestations de services internet ;
- gestion d'essais cliniques en ligne ;
- gestion des réseaux de soins coordonnés et de dossiers médicaux électroniques.

Aujourd'hui, la large majorité des revenus du groupe Doctissimo provient de la publicité (73% du CA 2007) grâce notamment à son site phare, Doctissimo.com.

Son chiffre d'affaires provient de 2 sources :

- E-publicité ;
- Prestations de Web Agency : réalisation de sites, hébergement ou maintenance.

Analyse Swot

L'analyse dite *SWOT* permet de vérifier la cohérence du plan d'affaires compte tenu des facteurs clés nécessaires pour se développer dans le secteur des médias numériques.

Atouts / Opportunités

Liées à Doctissimo

- Acteur incontournable de l'univers des sites féminins ;
- Thème fédérateur de la santé ;
- Forte progression de l'audience (7,2 millions de Visiteurs Uniques en janvier 2008) grâce à une croissance de 16% du nombre de VU de Doctissimo.fr par rapport à décembre 2007 ;
- Capacités techniques propres importantes sur les outils (forum...), notamment grâce à l'acquisition de No One Development, propriétaire du logiciel de forum MesDiscussions qui permettra une montée en puissance de la stratégie communautaire ;
- Besoins d'investissement limités.

Liées au marché

- Forte augmentation du nombre des abonnés à l'accès internet haut débit ;
- Transfert des recettes publicitaires vers les sites et portails ;
- Fort effet de levier sur la rentabilité en raison de coûts d'exploitation relativement fixes ;
- Développement de nouvelles applications de partage de vidéo et extension vers la réception sur mobiles.

Faiblesses / Menaces

Liées à Doctissimo

- Forte dépendance à la publicité (73% du CA 2007) ;
- Rentabilité d'exploitation positive seulement depuis 2006 ;
- Pas d'activité internationale, ce qui est lié dans le domaine de la santé aux spécificités d'organisation, de réglementation ou d'appellation des médicaments selon les pays.

Liées au marché

- Réglementation au niveau des annonceurs ;
- Basculement vers un marché de Rich Médias (animations utilisant le son, la vidéo ou tout type d'autre format multimédia) ;
- Concurrence née par le regroupement internet / presse / chaînes thématiques.

Comptes consolidés

En 2007, le chiffre d'affaires de Doctissimo est en croissance de 32,6% et sa marge d'exploitation atteint 41% du chiffre d'affaires. Cette forte progression d'activité et de rentabilité valide la stratégie de croissance du groupe et son repositionnement réussi sur les sites B to C.

La forte croissance prévue pour l'activité tient compte du transfert progressif de recettes publicitaires vers ce type de médias. En 2007, le chiffre d'affaires e-publicité représente 73% du chiffre d'affaires groupe.

Compte de résultat

K€	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Chiffre d'affaires	4 480	3 590	3 991	4 755	8 654	11 471
Achats de marchandises			437	693	1 496	1 156
Marge brute	4 480	3 590	3 554	4 062	7 158	10 315
Coûts externes	2 487	1 624	1 177	1 592	2 607	2 605
Valeur ajoutée	1 993	1 966	2 377	2 470	4 551	7 710
Frais de personnel	3 322	2 969	2 262	2 887	3 224	2 267
Excédent brut d'exploitation	-1 329	-1 003	115	-417	1 327	5 443
Dotations nette Amts/Prov	517	453	359	648	684	737
Résultat d'exploitation	-1 846	-1 456	-244	-1 065	643	4 706
Résultat financier	233	60	55	43	-12	-50
Résultat courant avant impôts	-1 613	-1 396	-189	-1 022	631	4 656
Résultat exceptionnel avant impôts	-372	-91	380		-344	2 708
Impôts totaux	0	4	-504	138	212	1 695
Résultat net	-1 985	-1 491	695	-1 160	75	5 669

Le taux de croissance annuelle moyen (TCAM) du chiffre d'affaires de Doctissimo entre 2002 et 2007 s'élève à 20,7%. Les deux principales sources de revenus sont :

- l'e-publicité (croissance 2007 de 110%) ;
- l'activité de web agency (croissance 2007 de 20%).

Par ailleurs, le groupe est rentable depuis 2006.

La société D3P, détenue à 50% par Doctissimo, a été créée fin 2005 dans le cadre de l'appel d'offre concernant le Dossier Médical Personnel. L'activité de cette société a été arrêtée fin 2006, la poursuite de l'activité étant suspendue à la décision du Groupement d'Intérêt Public DMP. Ceci, avec la cession de l'activité de conseil, explique le fort recul en 2007 des frais de personnel.

Le résultat exceptionnel est issu :

- en 2006, d'une provision pour charge afin de couvrir ces coûts de liquidation ainsi que la dépréciation des immobilisations liées à D3P.
- en 2007, de l'activation d'impôt différé sur reports déficitaires.

Bilan

K€	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Immobilisations incorporelles	647	476	1 040	911	1 372	3 780
<i>dont survalueur</i>			63	94	578	2 453
Immobilisations corporelles	555	300	214	542	430	467
Stocks	24					
Créances d'exploitation	2 117	2 357	2 733	3 332	5 295	8 086
Actif d'exploitation	3 343	3 133	3 987	4 785	7 097	12 333
Immobilisations financières	58	85	388	403	98	70
Trésorerie	5 031	3 466	2 628	1 347	478	1 782
Actif total	8 432	6 684	7 003	6 535	7 673	14 185
K€	2 002	2 003	2 004	2 005	2 006	2 007
Fonds propres	6 444	4 954	5 369	3 774	3 427	9 680
Minoritaires		1				
Provisions	8	9				
Dettes financières nettes	-4 785	-3 303	-2 574	-1 030	660	-358
Dettes financières brutes	246	163	54	317	1 138	1 424
Dettes d'exploitation	1 734	1 558	1 580	2 444	3 108	3 081
Passif total	8 432	6 684	7 003	6 535	7 673	14 185

La forte augmentation du Goodwill en 2007 est liée à l'acquisition de No One Development propriétaire du logiciel de forums MesDiscussions, renommé Doctissimo Software.

La trésorerie 2007 tient compte d'un crédit vendeur de 45K€.

Insertion dans la stratégie de Lagardère

L'acquisition de Doctissimo par le groupe Lagardère permet de nombreuses synergies grâce aux complémentarités d'ores et déjà existantes ou pouvant être mises en œuvre à plus ou moins long terme :

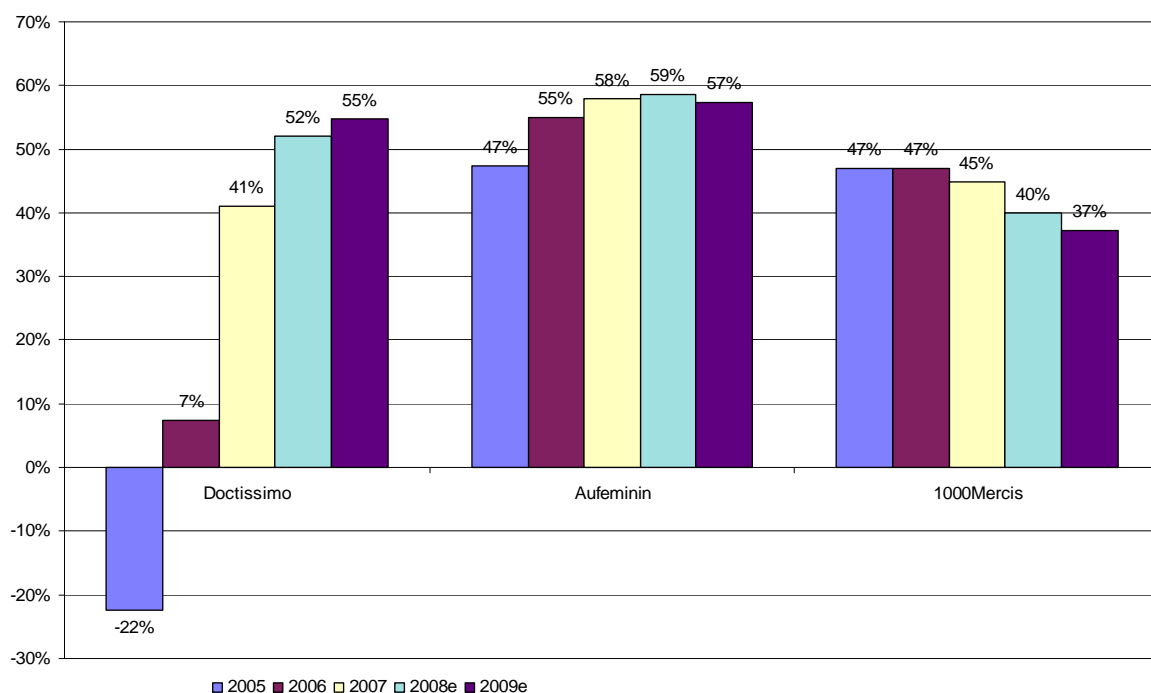
- L'acquisition de Doctissimo étoffe et complète l'offre de sites féminins (Elle.fr, Psychologies.fr, Infobébés.fr) et culturels (Première.fr) du Groupe.
- Par ailleurs, la forte audience de Doctissimo permet l'augmentation de la masse critique en nombre de visiteurs uniques sur le marché du Féminin, ce qui implique des synergies à moyen terme sur les activités de régie publicitaire du groupe Lagardère.
- Les capacités techniques propres importantes apportées par Doctissimo permettent le développement de nouvelles applications pour tous les actifs numériques du groupe.
- Doctissimo peut enfin s'appuyer sur le réseau international du groupe Lagardère pour accélérer son expansion géographique.

V. PLAN D'AFFAIRES UTILISÉ

Plan d'affaires 2008-2012

Après une croissance en 2008 attendue à +52 %, le TCAM du chiffre d'affaires 2008-2012 est de 27,2 %. La croissance du chiffre d'affaires proviendra essentiellement des revenus publicitaires, les revenus liés aux prestations de web agency ayant une croissance plus modérée.

Taux de marge d'exploitation de Doctissimo et de ses proches comparables prévus par le consensus Bloomberg



Les taux de marges d'exploitation prévus en 2008 et 2009 par le consensus des analystes (Bloomberg) pour Doctissimo sont supérieurs à ceux prévus par le même consensus pour 1000Mercis, LeGuide et Google et voisins de ceux prévus pour AuFeminin. Les marges opérationnelles représentent le triple des marges de sites comme Sporever ou Hi-Media.

Le Plan d'affaires a donc été construit en cohérence avec ces prévisions. Les caractéristiques de l'activité (forte croissance du chiffre d'affaires, croissance plus modérée des charges) expliquent les niveaux de marge très élevés.

Compte de résultat prévisionnel

En K€	2006	2007	2008 E	2009 E	2010 E	2011 E	2012 E
Chiffre d'affaires	8 654	11 471	17 460	23 571	29 346	33 454	38 138
Achats et coûts externes	4 103	3 761	4 601	7 365	9 725	11 335	13 239
Valeur ajoutée	4 551	7 710	12 859	16 206	19 621	22 119	24 898
Frais de personnel	3 224	2 267	2 494	3 242	4 214	5 057	5 448
Excédent brut exploitation	1 327	5 443	10 365	12 964	15 407	17 062	19 451
Dotations nette amts/prov	684	737	660	707	734	669	661
Résultat d'exploitation	643	4 706	9 705	12 257	14 673	16 393	18 789
Résultat financier	- 12	- 50	-	-	-	-	-
Résultat avant impôt	631	4 656	9 738	12 257	14 673	16 393	18 789
Impôt courant	212	1 695	1 724	4 216	5 047	5 639	6 463
Résultat courant	419	2 961	8 014	8 041	9 625	10 754	12 326
Résultat exceptionnel av. impôt	- 344	2 708	-	-	-	-	-
Résultat net	75	5 669	8 014	8 041	9 625	10 754	12 326

Bilan économique prévisionnel

En K€	2006	2007	2008 E	2009 E	2010 E	2011 E	2012 E
Actif immobilisé et BFR	3 989	9 252	10 992	12 557	13 831	14 488	16 167
Actif financier	98	70	70	70	70	70	70
Actif total	4 087	9 322	11 062	12 627	13 901	14 558	16 237
	2006	2007	2008 E	2008 E	2009 E	2010 E	2011 E
Fonds propres	3 427	10 249	11 062	12 627	13 901	14 558	16 237
Dettes financières nettes	660	- 927	-	-	-	-	-
Passif total	4 087	9 322	11 062	12 627	13 901	14 558	16 237

Les principales hypothèses du Business Plan entre 2008 et 2012 sont :

- une marge d'exploitation passant de 55,6% du chiffre d'affaires en 2008 à 49,3% en 2012, soit une diminution progressive. Le taux de marge 2008 est supérieur à celui prévu par le consensus (55,6% contre 52%), mais redevient inférieur en 2009 (52% contre 55%) ;
- l'intensité capitalistique augmentant de 1,6 en 2008 à 2,3 en 2012 ;
- des charges financières nulles ;
- la prise en compte sur l'année 2008 des déficits reportables qui existaient au 31.12.2007.

Prolongation du plan de développement au-delà de 2012

Les principales hypothèses au-delà de 2012 sont :

- la poursuite de la croissance de l'activité (TCAM 2012-2017: 12 %, TCAM 2017-2047 : 4,5%) ;
- un taux de rotation élevé des actifs en baisse progressive jusqu'à 1,5 en 2047 ;
- la baisse progressive de la marge d'exploitation corrélativement à la décélération de la croissance de l'activité. La marge d'exploitation moyenne 2012/2017 est proche de celle de 2007, puis converge vers celle de médias matures (Télévisions) ;
- un levier financier nul.

Ces hypothèses de modélisation se traduisent par les ratios suivants, qui illustrent la forte rentabilité et la forte croissance attendues sur le moyen et long terme :

MOYENNES	Marge d'exploitation	Caht/ Actif expl.	ROCE	Levier financier	ROE	TCAM CAHT
2008/2012	50.6%	207.6%	105.0%	0.0%	71.3%	27.2%
2012/2017	41.8%	218.9%	91.5%	0.0%	60.0%	12.0%
2017/2046	17.1%	150.5%	25.7%	0.0%	16.9%	4.5%

Nombre de titres

Nombre d'actions au 31.12.07	4 684 503
Actions liées aux plans d'options	263 950
Autocontrôle	408 305
Contrat de liquidité	2 589
Nombre d'actions diluées	4 537 559

Le nombre d'actions diluées pris en compte dans l'évaluation est ainsi de 4 537 559. La trésorerie a été augmentée de 569 K€ du fait de la levée des options.

VI. APPROCHE PAR L'ACTUALISATION DES EXCÉDENTS DE TRÉSORERIE (DCF)

La méthode consiste à replacer le titre Doctissimo dans l'échantillon TRIVAL selon son risque anticipé et sa liquidité constatée. Ces deux facteurs se déterminent de la façon suivante.

Le risque relatif

Le risque relatif anticipé retenu pour Doctissimo est déterminé en retenant comme bêta sectoriel celui des valeurs Medias (0.81), un risque de prévision de 6 sur une échelle de 1 (faible) à 9 (fort) et un risque financier de 2 sur une échelle de 1 (faible) à 5 (fort), compte tenu de l'absence de dettes et de sa petite taille.

Le risque appliqué pour la valorisation s'élève ainsi à 0.99, risque quasi-identique à celui attribué à d'autres sociétés Medias comme Mondadori et GfK (0.98).

Les risques attribués aux sociétés du secteur des Medias s'échelonnent de 0.67 pour Reed Elsevier, 0.88 pour Lagardère, 1.08 pour Havas à 1.12 pour Ipsos ou TNS.

La liquidité

La liquidité du titre s'apprécie de deux manières dans le modèle Trival :

- Sur le plan structurel par son flottant, ici les actions qui n'étaient pas dans le champ de l'accord du 21 février 2008 ;
- Sur le plan conjoncturel par la profondeur du marché du titre et les capitaux échangeables quotidiennement dans une variation de 1 % du cours. L'annonce du lancement d'une garantie de cours le 22 février a eu pour effet mécanique de réduire considérablement la volatilité du titre et d'augmenter sa liquidité sur la période de calcul ;
- Le calcul indique un coefficient de 1,56 au 31 mars 2008.

Un coefficient d'illiquidité en-dessous de 1 correspond à une valeur liquide et au-dessus de 1 à une valeur peu liquide.

Détermination des taux d'actualisation

Avec les moyennes de primes quotidiennes de début janvier 2008 au 31 mars 2008, le taux d'actualisation se calcule ainsi :

- Prime de risque spécifique : $6.57\% \times 0,99 = 6.51\%$
- Prime spécifique d'illiquidité / taille : $1.23\% \times 1.56 = 1.92\%$
- Résidu : 1.62%
- Taux d'actualisation : $6.51\% + 1.92\% + 1.62\% = 10.05\%$

Résultat de la méthode

Au taux d'actualisation de 10.05 %, issu de la moyenne des paramètres de marché de début janvier 2008 au 31 mars 2008, la valeur des fonds propres de Doctissimo évaluée au 31 mars 2008 est de 120,8 millions € soit **26,6 €** par action.

Multiples extériorisés par la méthode :

	2 007	2 008	2 009	2 010	2 011	2 012
VE/EBIT	25.7	12.4	9.9	8.2	7.4	6.4

Pour information:

Au taux d'actualisation de 9,64 % issu de la moyenne des paramètres du 21 novembre 2007 au 21 février 2008 (date de l'annonce de la cession), la valeur des fonds propres de Doctissimo est de 126,3 millions € soit 27,8 € par action.

Au taux d'actualisation de 10,11 % issu des paramètres au 2 avril 2008, la valeur des fonds propres de Doctissimo est de 120 millions € soit 26,4 € par action.

VII. APPROCHE ANALOGIQUE

Deux échantillons d'analogiques ont été étudiés, un échantillon large de valeurs Internet et un échantillon des plus proches comparables de Doctissimo (AuFeminin et 1000Mercis) présentant un profil d'activité et de marges très similaires.

En effet, la majorité du chiffre d'affaires d'AuFeminin et de 1000Mercis est d'origine publicitaire. C'est le cas aussi pour Google, nous ne l'avons pourtant pas retenu comme comparable proche en raison de sa présence mondiale et de sa maturité. LeGuide.com (comparateur de prix) a un chiffre d'affaires lié à la publicité mais rémunéré au clic, ce qui n'est pas le cas de Doctissimo. Sporever (information sportive sur les nouveaux médias) et Hi-Media (3 pôles dont un de régie publicitaire) ne réalisent qu'une partie limitée de leur chiffre d'affaire grâce à la publicité.

M€	CA 2007	Marge d'exploitation 2007	VE
Aufeminin	22.5	58%	188.0
Sporever	16.3	6%	22.9
LeGuide.com	12.5	31%	33.4
1000Mercis	11.8	47%	82.3
Hi-Media	104.3	11%	211.7
Google	11 852.8	31%	78 245.1

Nous avons pris comme hypothèse le maintien de la dette nette 2007 pour les années 2008 et 2009 concernant Doctissimo, AuFeminin, Sporever, LeGuide et 1000Mercis étant donné la génération de trésorerie annuelle. En effet, le consensus ne prévoit pas la distribution de cette trésorerie, ce qui diminue dans ce cas les valeurs d'entreprise et donc les multiples.

Concernant 1000Mercis qui a clôturé son exercice au 30 juin 2007, les prévisions prises en compte ont été ramenées à la date du 31 décembre pour la cohérence de la comparaison. Par ailleurs, nous avons tenu compte de la dernière dette nette connue.

Le multiple de résultat d'exploitation a été privilégié compte tenu de la faiblesse des investissements.

L'échantillon *large* de comparables présente les résultats suivants:

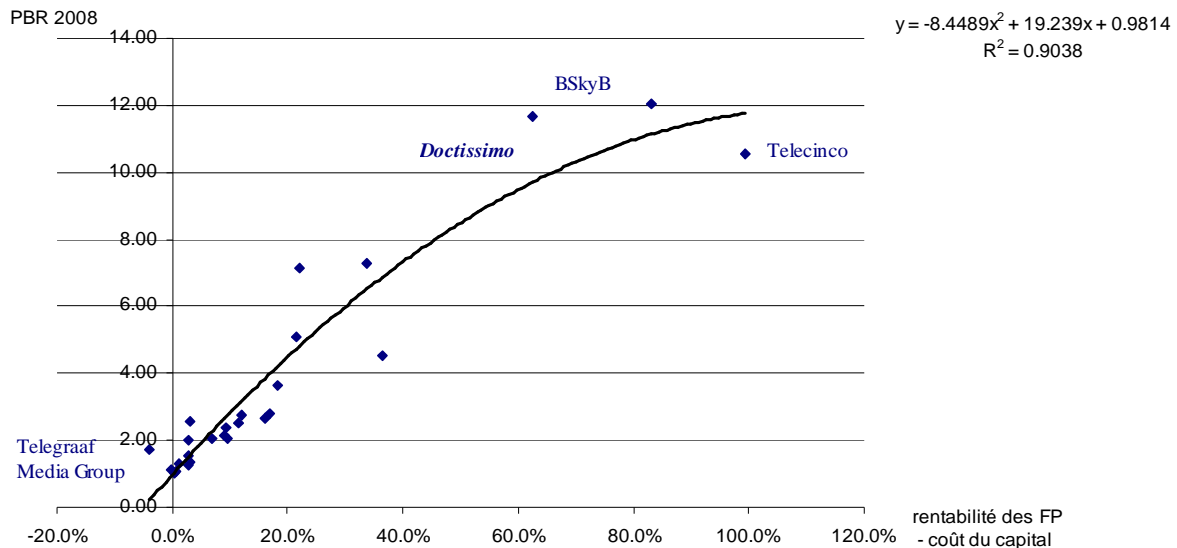
	VE/Ebit 07	VE/Ebit 08e	VE/Ebit 09e
Aufeminin	14.4	9.8	7.4
Sporever	22.2	10.2	8.5
LeGuide.com	8.6	6.2	4.8
1000Mercis	13.0	11.7	9.8
Hi-Media	19.0	13.2	7.4
Google	21.5	15.3	11.9
Moyenne	16.5	11.1	8.3
Valeur implicite de Doctissimo (K€)	77 506	98 239	103 688
par action (€)	17.3	21.9	23.1

L'échantillon de comparables *les plus proches* présente les résultats suivants:

	VE/Ebit 07	VE/Ebit 08e	VE/Ebit 09e
AuFeminin	14.4	9.8	7.4
1000Mercis	13.0	11.7	9.8
Moyenne	13.7	10.7	8.6
Valeur implicite de Doctissimo (K€)	64 536	95 152	107 231
par action (€)	14.4	21.2	23.8

La valeur implicite de Doctissimo par la méthode des comparables, en utilisant les ratios prévisionnels et les prévisions du consensus Bloomberg, est comprise dans une fourchette de **21,2 € à 23,8 €** par action.

Une autre approche consiste à rapprocher les multiples d'actif net prévisionnel (PBR) de l'écart entre la rentabilité des fonds propres et le coût du capital. Ceci permet de replacer la valorisation des médias numériques au sein de l'échantillon global des médias. La prise en compte de l'excédent de rentabilité de Doctissimo (rentabilité estimée des fonds propres de 72 % en 2008 comparée à un coût du capital de 10 %) conduit via cette méthode à un prix de **23,6 €** par action.



VIII. RÉFÉRENCES DES TRANSACTIONS COMPARABLES

Les multiples de Doctissimo au prix d'offre représentent **14.3x l'Ebit 2008** et **11.3x l'Ebit 2009** sur la base du plan d'affaires.

Les multiples de transaction s'élevaient pour AuFeminin à 23.2x l'Ebit 2007 et 17.4x l'Ebit 2008, sur les prévisions du plan d'affaires de juillet 2007.

Ces mêmes multiples s'élèvent à 20.7x l'Ebit 2007, **14.4x l'Ebit 2008**, **10.9x l'Ebit 2009** sur les prévisions de mars 2008, sur la base du même prix d'offre.

Pour Newsweb, les multiples, sur la base du plan d'affaires, ressortaient à un an de décalage, à **14.8x l'Ebit 2007**, **10.1x l'Ebit 2008** et 7.4x l'Ebit 2009 fin 2006.

La transaction Doctissimo est ainsi parfaitement cohérente avec les deux transactions récentes les plus comparables.

IX. ANALYSE CONTRADICTOIRE DES ÉLÉMENTS D'APPRÉCIATION DU PRIX

Analyse critique des éléments d'appréciation du prix d'offre élaborés par HSBC

Dans le cadre de notre mission, nous avons examiné les travaux d'HSBC. La banque présentatrice a fait ressortir la prime offerte par rapport aux moyennes des cours passés et a évalué Doctissimo selon plusieurs méthodes :

- ***La méthode des DCF:***

La fourchette de taux d'actualisation retenu par HSBC (9,5% - 10,5%) est cohérente avec le taux déterminé par Associés en Finance (10,05%). Le prix par action de Doctissimo ressort via les DCF entre 24,6 € et 27,6 €, soit une fourchette proche de notre résultat (26,6 €).

- ***La méthode des comparables :***

Nous avons retenu les mêmes comparables les plus proches qu'HSBC, c'est-à-dire AuFeminin et 1000Mercis. HSBC indique une valeur implicite de Doctissimo comprise entre 21,4 € et 21,6 € par action (avec les multiples d'EBITA 2008/2009), légèrement plus faible que nos propres calculs (fourchette entre 21,2 € et 23,8 €).

Nous n'avons pas retenu les multiples de chiffre d'affaires.

- ***La méthode des transactions :***

HSBC a retenu de nombreuses transactions faisant ressortir un prix entre 24,2 € et 29,4 €. Nous avons examiné les multiples de transactions et leur cohérence pour les opérations les plus récentes (AuFeminin en Juillet 2007 et Newsweb en Décembre 2006).

X. CONCLUSION

Le plan d'affaires utilisé est cohérent avec la rentabilité prévue des comparables en 2008 et 2009. Il repose sur une forte croissance de l'activité et le contrôle des coûts.

Les résultats selon les différentes méthode d'évaluation sont :

- Selon l'approche intrinsèque par les DCF : un prix de 26,6 € par action ;
- Selon l'approche analogique par les comparables cotés : une fourchette de prix de 21,2 € à 23,8 € ;
- Selon l'approche du PBR par la sur-rentabilité 2008 avec un échantillon de 25 grands groupes media : un prix de 23,6 € par action.

Le prix d'offre fait ressortir une prime de 5% par rapport à la moyenne des cours pondérés par les volumes échangés sur les trois derniers mois au 31 mars 2008 et de 12,8% par rapport à la moyenne des cours pondérés par les volumes échangés sur les trois derniers mois au 21 février 2008.

Le prix d'offre reflète :

- la réussite du plan d'affaires, avec la progression du chiffre d'affaires et du niveau de rentabilité ;
- la progression de l'activité à moyen terme et la stabilité du modèle d'entreprise ;
- les synergies liées aux complémentarités avec les activités du groupe Lagardère ;
- la cohérence de la transaction acceptée par l'actionnaire fondateur avec les opérations récentes les plus comparables.

Le prix de 30,5 € par action est équitable. Les actionnaires bénéficient d'une prime de sortie qui correspond à la prise en compte sans aucune réserve des prévisions optimistes qui servent de support à l'évaluation et des synergies qu'en attend l'acquéreur malgré le ralentissement conjoncturel actuel et dans un contexte boursier très volatil.

Professeur Bertrand Jacquillat

Daniel Beaumont

ANNEXE1 : PRESENTATION DU MODELE TRIVAL

Le modèle d'évaluation TRIVAL d'Associés en Finance permet de mesurer l'évolution des paramètres d'évaluation des marchés financiers (primes de risque et d'illiquidité, taux d'intérêt, spread emprunteurs). TRIVAL représente un prolongement du précédent modèle de la Droite de Marché, utilisé de 1977 à 2001.

La valorisation d'une entreprise sur le marché financier est la résultante de deux facteurs :

- des prévisions de flux ou cash-flows libres à moyen et long terme, qui sont dépendants des niveaux de marge, de croissance, d'intensité capitalistique de l'activité concernée et de structure financière cible ;
- d'un taux de rentabilité exigé par l'investisseur, lui-même fonction du niveau de risque anticipé de l'entité économique évaluée et de la liquidité de ses titres en bourse.

TRIVAL est un modèle d'équilibre des actifs financiers. Les gérants institutionnels l'utilisent pour les aider à la fois dans l'allocation de portefeuille par grandes classes d'actifs (obligations, actions, titres risqués ou peu risqués, titres liquides ou peu liquides, etc...), et dans la sélection de titres individuels. Il est également utilisé par les différents évaluateurs dans le cadre d'opérations de marché ou de rapprochement d'entreprises. La particularité de TRIVAL est de prendre en compte explicitement la liquidité à côté des deux paramètres « classiques » que sont la rentabilité et le risque anticipés.

L'univers TRIVAL

Le modèle permet de faire cohabiter dans un même échantillon 353 sociétés de la zone Euro et 104 sociétés européennes ou nord-américaines de taille très différente, avec des flottants s'étageant de 60 millions d'euros pour le plus faible à plus de 150 milliards d'euros pour le plus élevé.

Les paramètres de marché sont calculés actuellement à partir du sous-échantillon des valeurs de l'Euroland.

Le taux de rentabilité anticipé : l'actualisation des excédents de trésorerie

Dans un univers cohérent sur le plan monétaire et en voie d'harmonisation sur le plan fiscal, la comparaison des rentabilités anticipées est effectuée par le calcul des excédents de trésorerie disponibles à partir de plans de développement élaborés par le bureau d'analyse financière d'Associés en Finance. Cette méthode, utilisée par l'ensemble des évaluateurs, permet d'englober dans la répartition des flux tant les dividendes que les rachats d'actions. Ces excédents de trésorerie sont déterminés par simulation des bilans compte tenu des besoins d'investissement et d'une structure financière normative. Celle-ci est liée à la volatilité de la valeur des actifs financés qui conditionne la plus ou moins grande confiance des prêteurs. Le coût de la dette est composé d'un taux pivot affecté d'un écart de taux conforme à la notation de l'entreprise et du spread constaté sur le marché pour celle-ci.

Le modèle de simulation comporte trois périodes. La première vise à passer de la structure actuelle d'endettement à la structure cible, compte tenu de la capacité de croissance interne et externe de l'activité démontrée par la société considérée. La seconde fait converger les variables de rentabilité du groupe considéré vers celles de la moyenne de son secteur d'activité. La troisième période fait converger l'ensemble des secteurs de manière à observer une disparition de la rente économique et d'achever la simulation en calant la valeur finale sur la valeur comptable des fonds propres résiduels.

Le modèle prend en compte plus d'une vingtaine de variables par société. Son objectif est avant tout de faire ressortir les écarts sous-jacents de croissance d'activité, de rentabilité et d'utilisation des capitaux

permanents entre les sociétés qui sont directement concurrentes, clientes ... Il permet ainsi d'afficher une cohérence macroéconomique.

Les flux disponibles pour l'investisseur sont donc calculés après paiement de l'impôt sur les sociétés, des frais financiers et des flux de la dette, remboursements ou nouveaux emprunts.

De l'actif économique à l'actif financier coté

Les simulations microéconomiques sur un portefeuille d'actifs industriels ne correspondent pas toujours à la réalité financière et juridique de l'actif financier coté. Un premier ajustement passe par la prise en compte des intérêts minoritaires, des participations qui ne sont pas consolidées par intégration globale, et des plus et moins values latentes sur actifs financiers. Un second ajustement passe par la prise en compte au niveau de la « part du groupe » des différents titres (actions ordinaires, actions préférentielles) et l'adoption d'un nombre d'actions normalisé.

Le taux de rentabilité anticipé est le taux d'actualisation qui rend la somme de la valeur actuelle des flux prévus et des ajustements liés aux comptes consolidés évoqués dans le paragraphe précédent égale à la capitalisation boursière. C'est donc un taux de rentabilité attendue sur les fonds propres exprimés en valeur de marché après impôts sur les sociétés mais avant imposition de l'actionnaire.

Le risque anticipé

Une des particularités des modèles développés par Associés en Finance est de se référer non pas à un coefficient bêta calculé ex-post à partir des cours de bourse mais à un risque anticipé. Les premiers présentent en effet l'inconvénient de coefficients de corrélation peu convaincants entraînant leur instabilité et leur faible significativité.

Le risque anticipé résulte de la combinaison d'un risque de prévision, d'un risque financier et d'un risque sectoriel.

Le risque de prévision correspond au degré de confort avec lequel l'analyste peut faire des projections pour l'avenir. Le risque de prévision est la perception externe de l'ensemble des facteurs de variabilité des bénéfices, qu'ils soient liés à des facteurs internes à l'entreprise (produits, stratégie, qualité de gestion, qualité de l'information) ou à son environnement (concurrence dans le secteur, degré de réglementation). Il intègre d'une part une note qualitative propre au bureau d'analyse financière d'Associés en Finance représentant la synthèse de treize critères d'appréciation des forces et faiblesses de la société concernée, et d'autre part la dispersion des prévisions formulées par d'autres bureaux d'analyse. Il est directement lié à la variabilité anticipée des mouvements du cours de bourse de l'action concernée vis à vis de changements d'environnement économique ou des « surprises » sur les résultats.

Le risque financier s'apparente aux notations des agences de rating financier. Il mesure la solidité de la structure financière et la capacité de la société à faire face à ses engagements financiers dans le cadre de son scénario de développement.

Le risque sectoriel est mesuré par le rapport de la volatilité de l'indice du secteur auquel appartient la valeur par rapport à celle de l'indice général.

La liquidité

Elle est évaluée dans le modèle par la liquidité structurelle, à savoir le flottant, comme c'est désormais le cas dans la pondération des grands indices boursiers, et par la liquidité conjoncturelle. Le coefficient affecté à la liquidité est normé à un.

La liquidité structurelle s'exprime par le rapport de l'inverse du logarithme du flottant d'un groupe coté à la moyenne des inverses des logarithmes du flottant de chacune des sociétés de l'échantillon.

La liquidité conjoncturelle est appréhendée par l'inverse du logarithme du montant de capitaux négociables pour une variation de 1 % du cours.

Les sociétés sont rangées par ordre de liquidité décroissante –ou illiquidité croissante– afin d'obtenir une pente positive comme dans le cas de la prime de risque. Les valeurs très liquides ont un coefficient d'illiquidité inférieur à 1, les valeurs peu liquides ayant un coefficient d'illiquidité supérieur à 1.

L'ajout dans TRIVAL du facteur liquidité dans la valorisation des actifs financiers apporte une réelle contribution. On constate en effet une indépendance entre le risque et la liquidité, c'est à dire que par sous-échantillon de liquidité le risque est invariant, et que par sous-échantillon de risque, la liquidité est également invariante.

Par ailleurs, cette spécification du modèle permet de mieux expliquer les valorisations puisque le coefficient de détermination (R²) de la double régression est supérieur à 60 %.

ANNEXE 2 : LE SECTEUR MEDIAS AU 31 MARS 2008

Valorisation

Pays	Société	Capitalisation (M€)	Participations (M€)	Capi. ajustée (M€)	Dettes nettes 2008 (M€)	Dettes nettes / Capi. 2008 (%)	VE 2008 (M€)	VE/EBIT (x)		VE/EBIT (x) ajusté	
								Cours coté	Cours d'équilibre	2008E	2012E
GB	BSkyB	12 257	-561	12 817	1 443	11%	14 260	9.4	6.2	9.8	6.5
GB	EMAP	1 275	-1 314	2 589	735	28%	3 324	13.6	8.7	12.3	7.8
IT	Espresso	1 062	-11	1 073	447	42%	1 520	9.6	7.1	10.0	7.4
DE	GfK	889	-18	907	443	49%	1 350	10.0	7.0	9.5	6.6
ES	Grupo Prisa	1 983	-1 122	3 105	3 133	101%	6 238	11.0	7.7	11.3	8.0
FR	Havas	1 139	-3	1 142	348	30%	1 491	7.8	5.0	8.9	5.8
FR	Ipsos	668	-5	673	206	31%	879	9.2	6.2	9.3	6.3
FR	JC Decaux	4 126	48	4 078	588	14%	4 666	12.5	9.4	11.4	8.5
FR	Lagardère	6 251	247	6 004	-700	-12%	5 305	8.3	7.7	9.1	8.3
FR	M6	1 828	0	1 828	-214	-12%	1 614	8.1	6.4	9.3	7.2
IT	Mediaset	6 660	-1 586	8 246	2 147	26%	10 392	8.7	7.4	9.5	8.1
IT	Mondadori	1 295	-4	1 299	747	57%	2 046	9.1	6.3	9.2	6.4
US	Omnicom Group	9 419	-454	9 874	579	6%	10 452	8.6	6.9	8.8	7.0
GB	Pearson	6 837	-646	7 482	2 285	31%	9 767	10.5	8.3	12.9	10.2
FR	Publicis	5 035	-44	5 079	881	17%	5 960	8.3	6.5	8.7	6.8
IT	RCS MediaGroup	1 832	-114	1 946	926	48%	2 872	9.3	6.2	9.7	6.6
NL	Reed Elsevier	7 592	-10	7 602	2 385	31%	9 987	14.4	10.1	14.6	10.3
BE	Roularta Media Group	441	-13	454	212	47%	666	8.4	5.8	8.6	6.0
ES	Sogecable	3 821	848	2 972	1 037	35%	4 010	15.6	8.0	13.4	6.8
GB	Taylor Nelson Sofres	819	-11	829	621	75%	1 450	9.2	6.2	10.0	6.8
ES	Telecinco	3 161	0	3 161	825	26%	3 987	7.6	7.6	9.5	9.5
NL	Telegraaf Media Group	1 025	118	907	96	11%	1 003	24.7	10.8	18.3	7.9
FR	TF1	2 973	0	2 973	-106	-4%	2 867	8.9	7.0	10.2	8.0
ES	Vocento	1 717	295	1 422	-15	-1%	1 406	15.5	11.2	13.8	10.1
NL	Wolters Kluwer	5 132	129	5 003	2 163	43%	7 166	12.0	8.6	12.8	9.3
GB	WPP	8 983	-129	9 112	1 785	20%	10 897	9.9	7.0	10.0	7.1

Source : Associés en Finance »

V. ACCORDS POUVANT AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE LA GARANTIE DE COURS

Hormis le Contrat de Cession, Doctissimo n'a connaissance et n'est partie à aucun accord pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de la Garantie de Cours ou sur son issue.

VI. ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'ISSUE DE LA GARANTIE DE COURS

6.1 Structure du capital

A l'issue des opérations d'acquisition décrites au paragraphe II ci-dessus intitulé « Contexte de la Garantie de Cours », Lagardère Active Digital détenait 3.452.601 actions Doctissimo représentant environ 71,31% du capital et 70,85% des droits de vote.

A la date du présent document, le capital et les droits de vote de Doctissimo étaient répartis comme suit :

	NOMBRE D'ACTIONS	% DU CAPITAL	NOMBRE DE DROITS DE VOTE	% DES DROITS DE VOTE
Lagardère Active Digital	3.452.601 ⁽¹⁾	71,31%	3.452.601	70,85%
Public	977.914	20,20%	1.009.630	20,72%
Auto détention	410.938	8,49%	410.938	8,43%
TOTAL	4.841.453	100%	4.873.169⁽²⁾	100%

(1) : Le nombre d'actions détenues par Lagardère Active Digital inclut les 370.618 actions négociées le 28 avril 2008 pour lesquelles le règlement-livraison n'interviendra que le 2 mai 2008.

(2) : Le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droits de vote, conformément au calcul préconisé par l'article 223-11 du Règlement général de l'AMF.

A la connaissance de la Société, Lagardère Active Digital ne détient, seule ou de concert, aucune autre action ou droit d'acquérir des actions de la Société, à l'exception des droits conférés par les Promesses décrites ci-après.

En parallèle de la conclusion du Contrat de Cession, Lagardère Active Digital a conclu avec respectivement Messieurs Cédric Tournay, Christophe Clément, Didier Beaumelle, et Madame Valérie Brouchoud (ci-après les « **Titulaires d'Options** ») des promesses de vente et des promesses d'achat réciproques et successives (ci-après les « **Promesses** ») aux termes desquelles Lagardère Active Digital aura la faculté d'acquérir auprès des Titulaires d'Options, du 1^{er} octobre au 30 octobre 2008, au prix unitaire de 30,50 euros, puis les Titulaires d'Options auront la faculté de céder à Lagardère Active Digital, du 15 novembre 2008 au 22 décembre 2008, à un prix variable basé sur le montant par action offert dans le cadre de la présente Garantie de Cours et tenant compte de l'évolution de l'audience globale des sites internet du groupe Doctissimo ainsi que de l'évolution du chiffre d'affaires publicitaire, les 107.000 actions devant être émises sur l'exercice futur des 107.000 options de souscription qui leur ont été attribuées par le Conseil d'administration de la Société en date du 30 septembre 2004 (représentant 2,16% du capital de Doctissimo sur une base totalement diluée).

Par ailleurs il est précisé que les actions auto-détenues (hors les 2.633 actions détenues à la date du présent document dans le cadre d'un contrat de liquidité pour lesquelles la décision d'apport n'appartient pas la Société) ne seront pas apportées à la Garantie de Cours et qu'il est envisagé de procéder à leur annulation à une date ultérieure.

6.2 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions – Clauses de conventions communiquées à la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce.

Les statuts de la société Doctissimo ne prévoient aucune restriction à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions.

Aucune convention autre que les Promesses, n'a été portée à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce.

6.3 Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil.

Par courrier en date du 27 février 2008 adressé à l'AMF et à Doctissimo, la société Lagardère Active Digital a déclaré avoir franchi en hausse le 21 février 2008 les seuils de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 1/3 et 50% du capital et des droits de vote de la société Doctissimo, et a déclaré son intention de déposer un projet de garantie de cours visant la totalité des actions Doctissimo conformément à la réglementation applicable, et de poursuivre ses achats d'actions Doctissimo en fonction des opportunités de marché.

Par courrier en date du 27 février 2008 adressé à l'AMF et à Doctissimo, Monsieur Laurent Alexandre a déclaré avoir franchi en baisse, par suite d'une cession d'actions Doctissimo hors marché, les seuils de 50% des droits de vote et 1/3, 25%, 20%, 15%, 10% et 5% du capital et des droits de vote de la Société et ne plus détenir aucune action Doctissimo.

6.4 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux

Néant, sous réserve des droits de vote double prévus par les statuts de Doctissimo.

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

Néant.

6.6 Accords entre actionnaires

Hormis les Promesses, la Société n'a connaissance d'aucun accord d'actionnaires pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote.

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

La Société est administrée par un Conseil d'administration composé de trois membres au moins et de dix-huit membres au plus, nommés par l'Assemblée générale des actionnaires.

Toutefois, en cas de fusion, ce nombre peut-être dépassé sans pouvoir être supérieur à vingt-quatre.

Les administrateurs sont nommés pour une durée d'une (1) année. Leur mandat prend fin à l'issue de l'Assemblée générale ordinaire des actionnaires statuant sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire le mandat desdits administrateurs.

Ils sont indéfiniment rééligibles.

L'administrateur ayant atteint l'âge de 80 ans est réputé démissionnaire d'office ; toutefois cette démission ne prend effet qu'à l'issue de l'Assemblée générale ordinaire des actionnaires statuant sur les comptes de l'exercice au cours duquel l'intéressé a atteint l'âge limite.

Le nombre des administrateurs ayant atteint l'âge de 80 ans ne pourra être supérieur au tiers arrondi, le cas échéant, au chiffre immédiatement supérieur des administrateurs en fonction.

En application des dispositions légales, en cas de vacance, par décès ou par démission d'un ou plusieurs sièges, le Conseil d'administration peut, entre deux assemblées, procéder à des nominations à titre provisoire. Si le nombre des membres du Conseil d'administration devient inférieur à trois, le Conseil d'administration doit convoquer immédiatement une assemblée générale en vue de compléter l'effectif.

L'Assemblée générale extraordinaire peut modifier les statuts dans toutes leurs dispositions. Elle ne peut toutefois augmenter les engagements des actionnaires, sous réserve des opérations résultant d'un regroupement d'actions régulièrement effectué.

L'Assemblée générale extraordinaire ne peut délibérer valablement que si les actionnaires présents ou votant par correspondance, ou représentés, possèdent au moins, sur première convocation, le quart et, sur deuxième convocation, le cinquième des actions ayant le droit de vote. A défaut de ce dernier quorum, la deuxième Assemblée peut être prorogée à une date postérieure de deux mois au plus à celle à laquelle elle avait été convoquée.

Elle statue à la majorité des deux tiers des voix dont disposent les actionnaires présents, ou votant par correspondance, ou représentés.

6.8 Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions

L'Assemblée générale du 6 juin 2007 a autorisé le Conseil d'administration à procéder au rachat d'actions de Doctissimo pour un nombre maximum de 10% du capital soit 444.698 actions pour un montant maximum de 50 euros hors frais et commission par action, le montant maximum des opérations d'acquisition ne pouvant pas dépasser 120 millions d'euros. Les opérations d'acquisition peuvent intervenir à tout moment y compris en période d'offre publique dans les limites de la réglementation. Cette autorisation expirera au plus tard le 6 décembre 2008.

L'Assemblée générale du 28 juin 2006 a délégué au Conseil d'administration les pouvoirs nécessaires à l'effet de procéder à l'augmentation du capital social de Doctissimo (i) avec maintien du droit préférentiel de souscription pour un montant maximal de cinq millions d'euros et (ii) avec suppression du droit préférentiel de souscription pour le même montant. Ces délégations ont été données pour une durée de vingt-six mois, c'est-à-dire jusqu'au 28 août 2008.

6.9 Accords conclus par la Société modifiés ou prenant fin en cas de changement de contrôle de la Société

A la date de la présente note d'information, aucun cocontractant de la Société ne lui a notifié son intention de résilier un quelconque accord compte tenu du changement de contrôle intervenu.

6.10 Accords prévoyant des indemnités pour les mandataires sociaux ou les salariés, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

Néant.

VII. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Les quatre membres du Conseil d'administration de la Société nommés le 25 février 2008 devront, conformément aux dispositions des articles L 225-25 alinéa 2 du Code de Commerce et 10 des statuts de la Société, acquérir chacun, au plus tard le 25 mai 2008, au moins une action de la Société et en conserver la propriété pendant toute la durée de leur mandat. Ces derniers ont en conséquence indiqué leur intention de conserver lesdites actions de la Société, en application des dispositions susvisées.

VIII. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION

« A notre connaissance, les données de la présente note d'information sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée ».

Cédric Tournay
Directeur général de Doctissimo