

**ATTESTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT DANS LE CADRE DU  
PROJET DE MODIFICATION DES MODALITES DES BONS DE  
SOUSCRIPTION DE LA SOCIETE IC TELECOM EMIS LE 28 MAI 2010**

Août 2011

Dans le cadre de la modification des modalités d'exercice des bons de souscription attribués gratuitement en mai 2010 par la société IC TELECOM, A A FINEVAL a été mandaté en qualité d'expert indépendant par le Conseil d'Administration de la société, pour se prononcer sur le caractère équitable des nouvelles modalités proposées, tant pour les porteurs de bons que pour les actionnaires de la société et la société elle-même. Notre intervention se situe dans le cadre de l'article 261-1-I et II du règlement général de l'AMF et des recommandations de l'AMF sur les modifications des modalités des bons de souscription en particulier la note du 19 janvier 2010.

## **I Conditions de la mission**

### **1) Contexte de l'opération**

Le 28 mai 2010, 1 796 103 bons de souscription d'action ont été attribués gratuitement aux actionnaires d'IC TELECOM à raison d'un bon de souscription d'action pour une action enregistrée à la clôture du 27 mai 2010. Les modalités prévoyaient un prix de souscription de 9 euros par action à raison de trois bons pour une action nouvelle et cela jusqu'au 28 novembre 2011. Il s'avère que les conditions de marché rendent très peu probable l'exercice de ces bons d'ici à la fin novembre, cela en dépit des performances économiques de la société. Cette dernière se trouverait alors privée de l'opportunité d'accroître ses fonds propres d'un montant de 5.83 millions d'euros et donc d'améliorer son potentiel de développement. D'où le projet de proposer aux actionnaires et aux porteurs de bons lors d'une AGE une modification des conditions d'exercice du BSA.

### **2) Présentation de l'expert et déclaration d'indépendance**

A A FINEVAL est une société indépendante détenue par son management et intervient dans les domaines de l'analyse financière et de l'évaluation soit d'entreprises, soit d'actifs financiers. La société a une expérience depuis plusieurs années dans le domaine des expertises

## A A FINEVAL, Attestations, Analyses Financières et Evaluations

indépendantes. En matière d'analyse financière, mais aussi d'évaluation, ses secteurs d'expertise sont les hautes-technologies, l'environnement et l'aéronautique-défense. La société est membre fondateur de l'AACIF et Monsieur Antoine NODET est membre de la SFAF. Cette dernière est dotée d'un code de déontologie depuis plus de quarante ans, mis à jour régulièrement et auxquels se conforment ses membres dans leur pratique professionnelle. L'AACIF s'est dotée, dès sa création, d'un code de bonnes pratiques.

La société A A FINEVAL ou ses représentants sont membres de plusieurs associations mais dont le seul but est toujours l'amélioration des pratiques professionnelles. La société ou ses représentants n'appartiennent à aucune organisation professionnelle ou instance de place susceptibles de porter atteinte à leur indépendance. La société dispose des compétences nécessaires ainsi que des moyens requis pour conduire cette mission.

La société et ses représentants n'ont aucun lien commercial ou capitalistique avec IC TELECOM, ses actionnaires ou les conseils de l'opération. Nous n'avons pas effectué de missions susceptibles de nous placer en conflit d'intérêt pour l'appréciation des conditions de la présente mission.

En application de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF, nous attestons que notre société, le signataire de la présente et le responsable de la revue indépendante sont indépendants de la société IC TELECOM ainsi que de ses conseils et actionnaires.

### **3) Rémunération de l'expert indépendant**

La rémunération perçue au titre de la présente opération s'élève à 14 700 euros hors taxes et débours.

### **4) Conduite de la mission**

La présente mission est placée sous la responsabilité de Monsieur Antoine NODET, associé signataire. La revue indépendante a été effectuée par un professionnel qualifié, membre de la SFAF et de l'AACIF, et disposant de vingt ans de métier.

Notre intervention s'est déroulée du 26 juillet au 16 août 2011.

Au cours de nos travaux et s'agissant de IC TELECOM, nous nous sommes principalement entretenus avec :

- Monsieur G. HADDOUK, Président du Conseil d'administration ;
- les conseils de la société

## A A FINEVAL, Attestations, Analyses Financières et Evaluations

Nos entretiens se sont déroulés entre les 26 juillet et le 16 août 2011. Ils ont été complétés par des conférences téléphoniques et des échanges de courriers électroniques. Ils ont notamment porté sur les points suivants :

- description de l'activité de la société et de son marché
- étude des modalités nouvelles des bons de souscription
- l'impact sur la structure financière de l'augmentation de capital permise par les nouvelles modalités du bon de souscription d'action.

Pour mener à bien cette mission, nous avons effectué les diligences suivantes :

- prise de connaissance des activités de la société IC TELECOM
- analyse du contexte général de l'opération
- analyse des modifications des conditions d'exercice du bon de souscription
- évaluation des BSA à l'aide des modèles adaptés aux nouvelles caractéristiques du BSA

Pour accomplir notre mission, nous avons notamment utilisé les documents et informations qui nous ont été communiqués par la direction de IC TELECOM, en particulier :

- les comptes annuels pour les trois derniers exercices ;
- d'une manière générale, l'ensemble des informations et documents, notamment historiques, concernant IC TELECOM, que nous avons estimés utiles à la bonne réalisation de nos travaux.

Nous avons par ailleurs utilisé les bases de données financières Infinancials. Afin de compléter nos analyses, nous avons également collecté toute information de source publique dont l'exploitation nous a semblé pertinente.

Nos travaux ne consistaient pas à réaliser un audit ou un examen limité des comptes annuels ou des situations comptables. Nous n'avons donc mené aucune diligence visant à vérifier la régularité ou la sincérité des informations qui nous ont été communiquées.

Notre opinion est nécessairement fondée sur les conditions de marché, économiques et autres, telles qu'elles existent et telles qu'elles peuvent être actuellement anticipées, ainsi que sur les informations mises à notre disposition. En particulier, nos travaux sont fondés sur le maintien de la notation des emprunts de l'état français et des conditions de marché.

## II Opération envisagée

Dans un avis publié au BALO du vendredi 5 août 2011, ICtelecom a annoncé la convocation pour le 12 septembre 2011 d'une AGE des actionnaires, d'une part, des détenteurs de BSA d'autre part afin de leur proposer de voter la modification de certaines des caractéristiques des BSA 2011.

Cette modification exceptionnelle et provisoire porte sur le prix d'exercice et la quotité nécessaire des BSA émis par ICtelecom dans le cadre du prospectus portant le visa de l'AMF n°10-140 du 21 mai 2010, et dont la date d'échéance est le 28 novembre 2011.

Un BSA a été attribué à chaque titulaire d'une action IC TELECOM enregistrée à la clôture du 27 mai 2010.

C'est donc ainsi 1 796 103 BSA qui ont été livrés le 28 mai 2010 avec une possibilité d'exercice à tout moment du 28 mai 2010 au 28 novembre 2011.

Trois bons de souscription permettent de souscrire à une action nouvelle au prix de 9 euros.

Or malgré des performances économiques jugées satisfaisantes par le Conseil d'Administration, le cours de l'action IC Telecom s'est dégradé (cf graphiques sur le sous-jacent) et par conséquent la probabilité de dépasser le prix d'exercice de 9 € avant le 28 novembre 2011 peut être considérée comme nulle. Cela d'autant plus que les conditions de marché sont actuellement très dégradées en raison de la crise de la dette publique des états et des incertitudes pesant sur la reprise économique que les mesures d'assainissement des finances publiques ne manqueront pas d'entraîner.

Dans ce contexte difficile tant pour les épargnants que pour les sociétés, IC Telecom se propose de modifier à la fois le prix d'exercice et la quotité de BSA nécessaires pour souscrire une action nouvelle. Le prix d'exercice sera ramené à 3 euros (à comparer à un cours de 4,20 euros au moment de la suspension de cotation) et un bon de souscription d'action seulement sera nécessaire pour souscrire une action au lieu de trois BSA précédemment.

Cette modification s'appliquerait à une période exceptionnelle et limitée de 15 à 20 jours calendaires, courant au plus tôt à compter du 15 septembre 2011. A l'issue de cette période, les conditions d'exercice initiales (soit une action nouvelle pour trois BSA au prix de 9 euros) seront rétablies pour les BSA encore en circulation.

La mise en œuvre de cette proposition est soumise aux conditions suivantes :

- approbation par l'AGE des actionnaires
- approbation par l'AGE des détenteurs de BSA

Il pourrait alors être émis 1 795 833 actions nouvelles au prix unitaire de 3€, à comparer aux 2 281 934 actions composant le capital actuellement, soit une dilution potentielle maximum de 44%. Dans cette hypothèse, l'augmentation des fonds propres serait de 5,387 M€. A rapprocher à des fonds propres comptables de 5.65 M d'euros au 31/12/2010 et une capitalisation boursière de 10,04M d'euros lors de la suspension de cotation (cours de 4,20 euros).

### **III Appréciation de la valeur des BSA**

Pour évaluer les BSA, nous avons eu recours à la méthode de Black et Scholes et nous avons écarté la méthode binomiale

#### **1) Les paramètres d'évaluation des BSA**

Le modèle d'évaluation mis en œuvre nécessite les données suivantes :

- le prix de l'action sous-jacente, soit au moment de la suspension de cours à l'annonce de l'opération, soit une moyenne sur une période plus ou moins longue
- la volatilité de l'action sous-jacente
- la durée de vie du BSA
- le taux d'intérêt sans risque
- la dilution potentielle maximale liée à la création d'actions nouvelles du fait de l'exercice du BSA et qui viennent se rajouter au nombre actuel et potentiel d'actions avant l'émission

#### **2) Analyse du sous-jacent**

Pour apprécier la volatilité du titre sous-jacent, élément clef de la valorisation du bon, il est nécessaire de commencer par analyser les performances de la société.

	30/06/2008	30/06/2009	30/06/2010
CA	10,46	15,697	18,359
EBE	2,244	4,031	3,189
Résultat d'exploitation	2,046	3,582	0,734
Résultat net	0,852	1,079	1,261

Source société

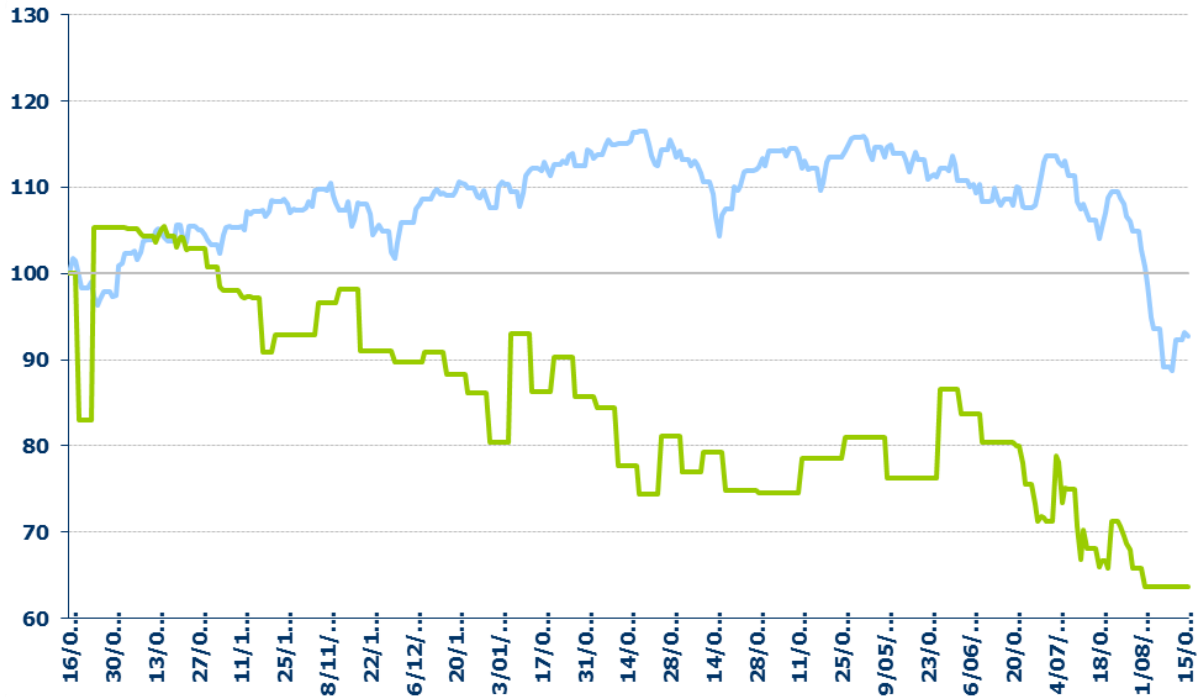
Le titre cote de manière erratique et dans des volumes très disparates. Nous avons donc calculé des cours moyens sur plusieurs périodes. Le cours a connu une érosion lente sur un an.

Dernier cours coté	4,20 euros			
Période	Un mois	Trois mois	Six mois	Un an
Cours moyen pondéré en euros	4,83 euros	4,93 euros	4,95 euros	5,15 euros

La valeur n'a cessé de baisser sur un an. Les volumes sont faibles et très variables.



Pour mieux juger de l'évolution du titre, nous l'avons comparé à un indice de référence. S'il arrive de voir comparer des valeurs peu liquides au CAC40, il est plus pertinent et cohérent de comparer l'évolution d'un titre à un indice plus large. En l'occurrence, nous avons retenu le CAC All Tradable. La valeur s'est trouvée décorrélée de l'indice, ne cessant de baisser sur un an.



Source Infinancials

### 3) Analyse de la volatilité

Les circonstances de marché actuelles, les faibles volumes sur la valeur et l'influence du secteur sur le titre nous ont amené à étudier tout particulièrement la volatilité du titre

Le titre est coté de manière très irrégulière et dans des volumes connaissant de très fortes variations.

Le bon de souscription est encore moins souvent coté et il est donc impossible d'en déduire une volatilité implicite du fait de l'absence de concomitance de la cotation du bon et de l'action.

Il n'existe pas d'actifs cotés qui puissent servir de référence, tels que des options, des bons sur des sociétés comparables ou tout autre type d'instrument dérivé.

Il n'existe pas non plus d'instruments dérivés non cotés tels que des stock-options, des BSAAR ou des convertibles.

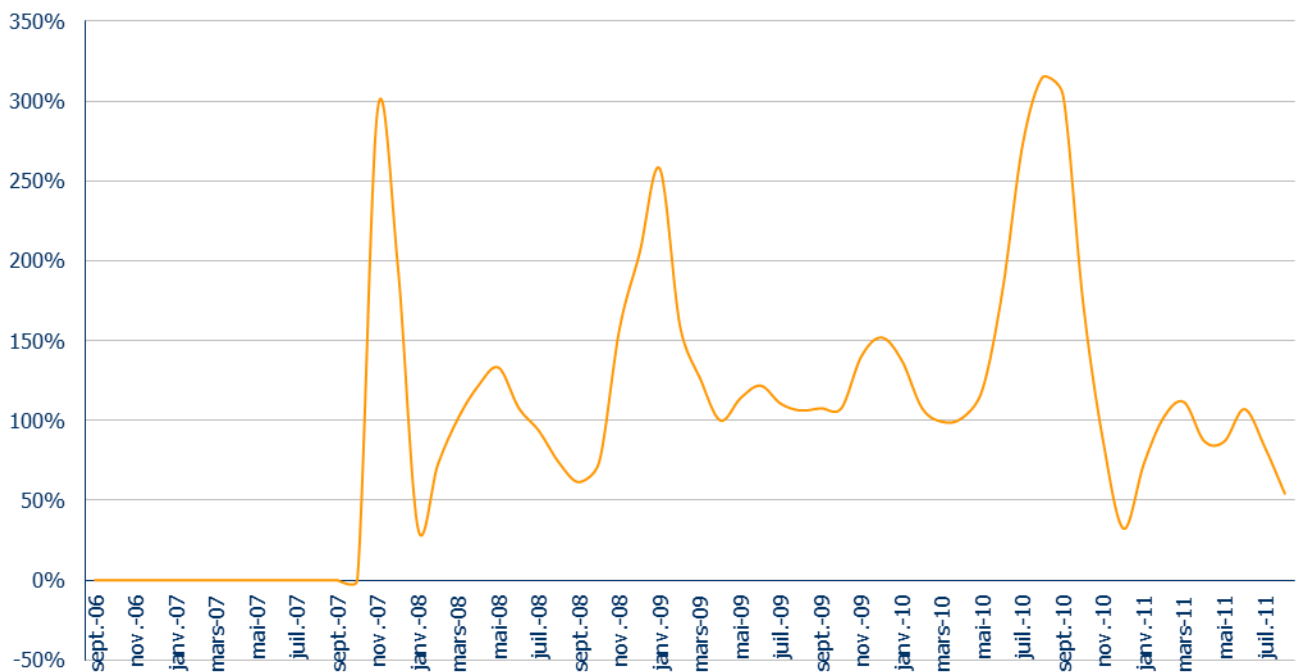
Les volatilités observées sont les suivantes :

Volatilité 3 mois glissant (source Infinancials)

<b>Nombre de jours avec cotation</b>	<b>Début de période</b>	<b>Fin de période</b>	<b>Volatilité</b>
34	03/05/2011	03/08/2011	<b>54,30%</b>
14	03/04/2011	03/07/2011	<b>83,53%</b>
7	03/03/2011	03/06/2011	<b>107,06%</b>
9	03/02/2011	03/05/2011	<b>86,86%</b>
11	03/01/2011	03/04/2011	<b>87,10%</b>
12	03/12/2010	03/03/2011	<b>111,48%</b>
11	03/11/2010	03/02/2011	<b>102,13%</b>
20	03/10/2010	03/01/2011	<b>72,51%</b>
34	03/09/2010	03/12/2010	<b>32,23%</b>
37	03/08/2010	03/11/2010	<b>86,26%</b>
29	03/07/2010	03/10/2010	<b>173,54%</b>
21	03/06/2010	03/09/2010	<b>303,93%</b>
18	03/05/2010	03/08/2010	<b>315,21%</b>
22	03/04/2010	03/07/2010	<b>272,84%</b>
19	03/03/2010	03/06/2010	<b>181,39%</b>
28	03/02/2010	03/05/2010	<b>119,13%</b>
34	03/01/2010	03/04/2010	<b>101,53%</b>
38	03/12/2009	03/03/2010	<b>99,16%</b>
35	03/11/2009	03/02/2010	<b>107,87%</b>
33	03/10/2009	03/01/2010	<b>137,64%</b>
34	03/09/2009	03/12/2009	<b>151,95%</b>
39	03/08/2009	03/11/2009	<b>140,18%</b>
33	03/07/2009	03/10/2009	<b>107,49%</b>
33	03/06/2009	03/09/2009	<b>107,61%</b>
30	03/05/2009	03/08/2009	<b>106,21%</b>
36	03/04/2009	03/07/2009	<b>110,50%</b>
38	03/03/2009	03/06/2009	<b>121,80%</b>
34	03/02/2009	03/05/2009	<b>113,88%</b>
35	03/01/2009	03/04/2009	<b>100,01%</b>
27	03/12/2008	03/03/2009	<b>126,30%</b>
25	03/11/2008	03/02/2009	<b>159,25%</b>
18	03/10/2008	03/01/2009	<b>257,65%</b>
24	03/09/2008	03/12/2008	<b>205,05%</b>
33	03/08/2008	03/11/2008	<b>157,24%</b>
38	03/07/2008	03/10/2008	<b>73,99%</b>

37	03/06/2008	03/09/2008	<b>61,35%</b>
30	03/05/2008	03/08/2008	<b>73,62%</b>
21	03/04/2008	03/07/2008	<b>93,57%</b>
13	03/03/2008	03/06/2008	<b>107,94%</b>
10	03/02/2008	03/05/2008	<b>133,13%</b>
8	03/01/2008	03/04/2008	<b>121,75%</b>
8	03/12/2007	03/03/2008	<b>101,44%</b>
7	03/11/2007	03/02/2008	<b>72,73%</b>
9	03/10/2007	03/01/2008	<b>32,87%</b>
6	03/09/2007	03/12/2007	<b>197,62%</b>
3	03/08/2007	03/11/2007	<b>294,16%</b>

Volatilité à 3 mois (source Infinaancials)



On peut aussi aborder l'analyse de la volatilité par des périodes de trois mois successives.

Volatilité sur 3 mois				
Actuelle	Février Avril 2011	Novembre 2010 Janvier 2011	Mai juillet 2010	Mai Juillet 2009
64,65%	91,16%	98,30%	317,95%	108,22%

Source Infinancials

Quelques soit la période de référence ou le mode de calcul, trois observations s'imposent :

- la volatilité est élevée ce qui est logique vu la faiblesse des transactions et cela en dépit du transfert sur Alternext
- même si le marché de cotation joue un rôle important, c'est surtout la période de référence qui constitue la principale explication de la volatilité
- enfin la volatilité est elle-même très irrégulière

Nous avons choisi de retenir une volatilité de 54,30%, ce qui peut paraître faible par rapport aux autres pourcentages observés mais est plus conservateur et constitue le plus récent.

#### 4) Le taux sans risque

Nous avons retenu l'OAT à 10 ans, soit 3,155% à la date de l'évaluation, avec l'hypothèse que la France conserve la notation AAA pour ses emprunts d'Etat.

5) **Le rendement** : la période pendant laquelle les modalités seront modifiées ou bien la période jusqu'à l'échéance prévue initialement ne connaîtront pas de distribution de dividende.

La société ne distribue pas de dividendes.

**6) La dilution :** il existe 2 281 934 actions. L'exercice de la totalité des bons de souscription existants dans le cadre des nouvelles conditions d'exercice proposées, aurait pour effet la création de 1 795 833 actions nouvelles.

Ancien nombre d'actions	2281934
Actions nouvelles	1795833
Nouveau nombre d'actions	4077767
Facteur de dilution	0,55960382

D'où un facteur de dilution de 0,5596.

### 8) Résultat

Concernant la valeur du bon de souscription d'action, il convient de distinguer deux périodes :

- la période prévue initialement avec un prix d'exercice de 9 euros pour trois bons,
- la période de modification des conditions et sur laquelle portera nos calculs, soit quinze jours à raison d'un bon pour une action nouvelle au prix de 3 euros.

Pour la période initiale, au regard du prix d'exercice de 9 euros, la valeur du bon ne peut que tendre vers zéro dans les conditions actuelles.

Notre analyse portera donc sur la période où les modalités seront modifiées, objet de l'expertise indépendante au regard de l'équité tant pour les porteurs de bons que pour les actionnaires.

Avant dilution	Cours de l'action 4,20 euros
Volatilité	
54,30%	1,204
83,53%	1,2089
107,06%	1,2236
315,21%	1,6214
32,23%	1,2039

Après prise en compte de la dilution mais avec des hypothèses de cours différentes et une volatilité de 54.30%, les résultats sont les suivants :

	Hypothèses de cours de l'action (en euros)			
	4,2	4,5	5	5,5
Avant dilution	1,20	1,50	2,00	2,50
Après dilution	0,67	0,84	1,12	1,40

Les hypothèses de cours reprennent les niveaux atteints précédemment par la valeur (cf. les cours moyens sur différentes périodes). Le principal facteur de sensibilité est le cours de l'action, ce qui est logique sur une durée de vie aussi courte et un prix d'exercice aussi éloigné (dans la monnaie).

Dans tous les cas de figure, ces valeurs sont toujours supérieures aux derniers cours cotés sur le bon de souscription.

#### **7) Méthode écartée : la méthode binomiale**

La méthode binomiale est généralement acceptée en matière d'évaluation d'options mais est peu justifiée dans le cas présent. La modification porte sur une période très courte et la valeur du bon est essentiellement constituée de ce fait de valeur intrinsèque mais aussi en raison d'un prix d'exercice très inférieur au cours avant annonce de l'opération. La loi binomiale est surtout adaptée à des durées longues et des situations avec des spécificités complexes, par exemple dans le cas de BSAR (bons de souscription d'action remboursables), souvent dotés de clauses d'incessibilité et d'inexercerçabilité mais aussi de forçage, ce qui rend aléatoire la durée de vie des bons. Dans le cas présent, il n'y a pas vraiment d'incertitude sur la durée de vie des bons. De plus, il n'y a pas de distribution de dividendes.

#### **9) Conséquences pour les actionnaires actuels de la société IC TELECOM**

Les actionnaires actuels vont se retrouver dilués à hauteur de 44% ce qui n'est pas négligeable.

Toutefois, il convient de garder à l'esprit que la plupart d'entre eux ont conservé les bons de souscription attribués en mai 2010. Une augmentation de capital avec DPS dans les mêmes conditions, c'est-à-dire à un prix de trois euros, leur aurait permis d'avoir un DPS d'une valeur de 0,528 euros. Ce montant est inférieur à la valeur de 0,674 euros obtenue grâce à la

modification des conditions d'exercice du bon de souscription, tout en prenant la volatilité la plus faible et donc défavorable en termes de valorisation.

Par ailleurs, cette augmentation de capital leur bénéficiera sur de nombreux points :

- la valeur comptable des fonds propres passera de 2,47 euros par action à 2.70 euros
- l'effet de levier va se trouver réduit, ce qui diminuera le risque d'insolvabilité de l'entreprise
- la société aura au contraire plus de moyens pour financer sa croissance interne et externe. Dans ce secteur, il est important sur le plan commercial d'avoir une structure financière forte car les clients se trouvent engagés avec la société et cela dans un domaine critique pour une entreprise de l'économie contemporaine : les télécommunications
- le beta qui est aujourd'hui de 1,92 devrait être ramené à 1,48 du fait de la réduction de l'effet de levier consécutif à l'augmentation des fonds propres et de la capitalisation boursière.
- au plan boursier, la concentration des achats des investisseurs sur un seul actif, l'action, au lieu de deux, action et bon, sera favorable au cours de bourse et réduira la volatilité du titre du fait d'un flottant et d'un volume de transactions plus importants
- le fait d'avoir une capitalisation boursière nettement supérieure à 10 millions d'euros amènera de nouveaux investisseurs. En effet, certains d'entre eux, pour des raisons réglementaires ou de politique interne, ont des seuils minimum à respecter en matière de capitalisation boursière.

Sur la base de nos travaux de valorisation et des paramètres retenus, la valeur des BSA, après prise en compte de la dilution et des modifications provisoires des conditions d'exercice, ressort à 0,674 euros contre une perte de valeur totale quasi probable dans les conditions initiales (trois bons pour une action au prix d'exercice de 9 euros) et les conditions de marché actuelles ou à l'issue de la période exceptionnelle.

Quant aux actionnaires actuels, qui pour la plupart sont toujours détenteurs des bons attribués gratuitement en mai 2010, la modification des termes des bons de souscription se traduira par un renforcement des fonds propres de la société IC Telecom, assurant sa pérennité, lui permettant de se développer en interne comme en externe. Leurs titres plus liquides, devraient être mieux appréciés. La société y gagnera un renforcement de ses fonds propres et une baisse de son coût de financement grâce à la réduction de l'effet de levier.

La modification temporaire des conditions d'exercice du bon de souscription d'action attribué en mai 2010 à raison d'une action pour un bon au prix d'exercice de 3 euros est donc équitable tant pour les porteurs de bons que pour les actionnaires actuels.

Achevé à Paris, le 16 août 2011

En cinq exemplaires originaux

A A FINEVAL

Antoine NODET