

NOTE D'INFORMATION

présentée par



en réponse à l'Offre publique d'achat simplifiée de

FINANCIERE LR

visant les actions Intercall

Avis Important

En application de l'article L. 433-4 III du Code monétaire et financier et des articles 237-14 et suivants du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers, dans le cas où les actionnaires minoritaires d'Intercall ne représenteraient pas, à l'issue de l'offre publique d'achat simplifiée, plus de 5 % du capital ou des droits de vote d'Intercall, Financière LR a l'intention de demander à l'AMF, dans un délai de trois mois à l'issue de la clôture de l'offre publique d'achat simplifiée, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions d'Intercall non apportées à l'offre publique d'achat simplifiée moyennant une indemnisation égale au prix de l'offre publique d'achat simplifiée, soit 2,00 euros par action Intercall, net de tout frais.



En application de l'article L. 621-8 du code monétaire et financier et de son article 231-26 de son Règlement Général, l'Autorité des marchés financiers (l'"AMF") a apposé son visa n°09-139 en date du 14 mai 2009 sur la présente note en réponse. Cette dernière a été établie par la société Intercall et engage la responsabilité de son signataire.

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 a 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

La présente note d'information en réponse est disponible sur le site Internet de l'Autorité des marchés financiers (www.amf-france.org) ainsi que sur le site Internet de la société Intercall (www.intercall.fr). Des exemplaires sont tenus à la disposition du public sans frais auprès de :

Intercall

24 rue Emile Menier
75116 Paris

La présente note d'information en réponse visée par l'AMF ainsi que, conformément aux dispositions de l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables d'Intercall seront mises à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique d'achat simplifiée. Un avis financier sera publié, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique d'achat simplifiée, dans un communiqué financier de diffusion nationale pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces documents.

TABLE DES MATIERES

1	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION SUR L'INTERET OU LE RISQUE QUE PRESENTE L'OFFRE POUR LA SOCIETE VISEE, SES ACTIONNAIRES ET SES SALARIES	- 3 -
2	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	- 5 -
3	OBSERVATIONS DU COMITE D'ENTREPRISE	- 29 -
4	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SUR SON ISSUE.....	- 29 -
	4.1 Accords auxquels la societe est partie	- 29 -
	4.2 Accords dont la Société a connaissance.....	- 29 -
5	INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE VISEE PAR L'OFFRE.....	- 30 -
	5.1 Structure du capital	- 30 -
	5.2 Restrictions à l'exercice du droit de vote et au transfert d'actions	- 30 -
	5.3 Droit de vote double	- 30 -
	5.4 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel -	30 -
	5.5 Les règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la société.....	- 30 -
	5.6 Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier l'émission ou le rachat d'actions... -	31 -
	5.7 Accords conclus par la société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la société.....	- 31 -
	5.8 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique.....	- 31 -
6	INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION	- 31 -
7	NOMBRE ET NATURE DES TITRES DE LA SOCIETE VISEE QUE CELLE-CI DETIENT DEJA, DIRECTEMENT OU INDIRECTEMENT, SEULE OU DE CONCERT, OU QU'ELLE PEUT DETENIR A SA SEULE INITIATIVE, AINSI QUE LA DATE ET LES CONDITIONS AUXQUELLES LEUR ACQUISITION A ETE OU PEUT ETRE REALISEE.....	- 31 -
8	AUTRES INFORMATIONS CONCERNANT INTERCALL	- 31 -
9	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION EN REPONSE.....	- 32 -

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 233-1 à 233-1 2° du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'"AMF"), la société Financière LR, société à responsabilité limitée au capital de 2.000.000 euros, dont le siège social est sis 24 rue Emile Menier – 75116 Paris, dont le numéro d'identification est 484.855.572 RCS Paris, (ci-après "**Financière LR**" ou l'"**Initiateur**"), s'est engagée irrévocablement auprès de l'AMF à offrir aux actionnaires de la société Intercall, société anonyme au capital de 807.060 euros, dont le siège social est sis 24 rue Emile Menier – 75116 Paris, dont le numéro d'identification est 393.819.636 RCS Paris, et dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment spécial du marché Euronext Paris sous le code ISIN FR0000044901 (ci-après "**Intercall**" ou la "**Société**"), d'acquérir la totalité de leurs actions au prix de 2,00 euros par action dans les conditions décrites ci après (l'"**Offre**").

Oddo Corporate Finance est l'établissement présentateur de l'Offre et 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 l'Offre.

L'Offre sera ouverte pour une durée de 20 jours de négociation et vise la totalité des actions de la Société non détenues directement et indirectement par l'Initiateur, soit 91.732 actions ordinaires de la Société, au jour du dépôt de l'Offre.

1 AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION SUR L'INTERET OU LE RISQUE QUE PRESENTE L'OFFRE POUR LA SOCIETE VISEE, SES ACTIONNAIRES ET SES SALARIES

Les membres du conseil d'administration d'Intercall ont été consultés le 27 avril 2009 afin d'examiner les termes et conditions du projet d'offre publique d'achat simplifiée sur les actions de la Société et de rendre un avis motivé sur l'intérêt d'une telle offre ou sur les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés, conformément aux dispositions de l'article 231-19, 4° du règlement général de l'AMF.

Tous les membres du Conseil d'administration, à savoir Messieurs Lionel Rozenberg, Abel Branger et Jacques Rozenberg, ont participé à cette consultation qui les a conduits à émettre l'avis motivé suivant extrait du procès-verbal du 27 avril 2009 :

"Puis, le Président donne lecture (i) du rapport de l'Expert Indépendant, (ii) du projet de note d'information comportant les motifs et intentions de Financière LR visant les actions émises par la Société, des éléments d'appréciation du prix de l'Offre préparés par Oddo Corporate Finance, et expose les termes et conditions de l'Offre telles qu'arrêtées par Financière LR, comme suit :

- (a) *L'offre publique d'achat simplifiée sera ouverte pour une durée de vingt (20) jours de négociation et visera la totalité des actions de la Société non détenues directement et indirectement par Financière LR, soit 91.732 actions ordinaires de la Société.*
- (b) *Financière LR propose d'acquérir la totalité des actions composant le capital social de la Société au prix de deux (2) euros par action.*
- (c) *L'offre publique d'achat simplifiée permettra ainsi aux actionnaires de la Société de bénéficier d'une liquidité immédiate sur l'intégralité de leurs actions sur la base d'un prix de deux euros (€ 2) par action, soit 26,6 % de plus que le prix d'un euro et cinquante huit cents (€ 1,58) par action payé à la société Liberty Surf Group SAS,*

précédent actionnaire majoritaire de la Société, lors de l'acquisition des titres de la Société, dans le cadre du contrat de cession conclu le 28 novembre 2008.

- (d) En application de l'article L. 433-4 III du Code monétaire et financier et des articles 237-14 et suivants du RG AMF, dans le cas où les actionnaires minoritaires de la Société ne représenteraient pas, à l'issue de l'offre publique d'achat simplifiée, plus de 5 % du capital ou des droits de vote d'Intercall, la Société a l'intention de demander à l'AMF, dans un délai de trois mois à l'issue de la clôture de l'offre publique d'achat simplifiée, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions de la Société non apportées à l'offre publique d'achat simplifiée moyennant une indemnisation égale au prix de l'offre publique d'achat simplifiée, soit deux euros (€ 2) euros par action de la Société, net de tout frais.*
- (e) Financière LR se réserve également la possibilité, dans l'hypothèse où elle viendrait à détenir, seule ou de concert, au moins 95 % des droits de vote de la Société et où un retrait obligatoire n'aurait pas été mis en œuvre dans les conditions décrites ci-dessus, de déposer auprès de l'AMF un projet d'offre publique de retrait dans les conditions des articles 236-1 et suivants du RG de l'AMF, suivie d'un retrait obligatoire, dès lors que les actionnaires minoritaires ne détiendraient pas plus de 5 % du capital ou des droits de vote de la Société, conformément aux articles 237-1 et suivants du RG de l'AMF.*
- (f) Financière LR se réserve également la possibilité, dans l'hypothèse où elle ne pourrait pas, à l'issue de l'offre publique d'achat simplifiée, mettre en œuvre un retrait obligatoire, de demander à Euronext Paris la radiation des actions de la Société d'Euronext Paris.*
- (g) Enfin, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du RG de l'AMF, Oddo Corporate Finance, agissant en qualité d'établissement présentateur, garantira la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par la Société dans le cadre de l'Offre.*

Le Conseil d'administration relève 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 l'OPAS et de l'éventuel retrait obligatoire, et qu'il correspond à 26,6 % de plus que le prix d'un euro et cinquante huit cents (€ 1,58) par action payé à la société Liberty Surf Group SAS, précédent actionnaire majoritaire de la Société, lors de l'acquisition des titres de la Société, dans le cadre du contrat de cession conclu le 28 novembre 2008.

Le Conseil d'administration prend aussi connaissance des intentions (telles que détaillées au point 1.1.4 du projet de note d'information de l'Initiateur) déclarées par Financière LR.

Le Conseil d'administration relève qu'outre des termes financiers attractifs, le projet d'OPAS offre aux actionnaires de la Société une liquidité immédiate sur l'intégralité de leurs actions sur la base d'un prix de deux euros (€ 2) par action, soit 26,6 % de plus que le prix d'un euro et cinquante huit cents (€ 1,58) par action payé à la société Liberty Surf Group SAS.

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

A la lumière des éléments qui précèdent et après en avoir délibéré, le Conseil d'administration, décide à l'unanimité, d'émettre un avis favorable sur le projet d'OPAS dont il juge le prix équitable et considère qu'il est conforme tant aux intérêts propres de la Société qu'à ceux de ses salariés et actionnaires.

En conséquence, le Conseil d'administration décide à l'unanimité de recommander aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'OPAS susvisée."

2 RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Conformément aux dispositions de l'article 261-1 I 1° et 261- 1 II du règlement général de l'AMF, le cabinet Bellot Mullenbach et Associés a été désigné le 20 mars 2009 par le conseil d'administration de la Société en qualité d'expert indépendant.

Messieurs Thierry Bellot et Pierre Béal ont ainsi établi le rapport suivant sur les conditions financières de l'offre publique d'achat simplifiée à l'issue de laquelle la procédure de retrait obligatoire prévue par les dispositions de l'article L. 433-4 III du Code monétaire et financier et des articles 237-14 et suivants du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers pourrait être mise en œuvre.

Le rapport est ainsi structuré :

1. CONTEXTE DE L'OPÉRATION
2. PRÉSENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT
 - 2.1 Présentation du cabinet Bellot Mullenbach & Associés
 - 2.2 Missions d'expertise indépendante réalisées au cours des 24 derniers mois
 - 2.3 Déclaration d'indépendance
 - 2.4 Rémunération de l'expert indépendant
 - 2.5 Diligences effectuées par l'expert
3. PRÉSENTATION DE LA SOCIÉTÉ INTERCALL
 - 3.1 Performances financières de la Société
 - 3.2 Analyse du marché et de la concurrence
 - 3.3 Plan d'affaires prévisionnel 2009-2011
4. TRAVAUX D'EVALUATION
 - 4.1 Critères et méthodes écartés
 - 4.2 Critères et méthodes retenus
5. ANALYSE CRITIQUE DES TRAVAUX DE L'EVALUATEUR
6. CONCLUSION

1. CONTEXTE DE L'OPÉRATION

Opérateur de télécommunications prépayées, Intercall est une société anonyme dont les actions sont cotées au Compartiment Spécial d'Euronext Paris, en raison de son placement en redressement judiciaire ordonné le 7 novembre 2000, par jugement du Tribunal de commerce de Nanterre, la société a bénéficié d'un redressement par voie de continuation pour une durée de 10 ans à compter du 24 avril 2001, ce plan ayant été modifié par les jugements des 15 décembre 2005 et 3 mars 2009.

La présente offre est consécutive à la cession, le 26 août 2008, par le groupe Telecom Italia au groupe Iliad, du fournisseur d'accès à Internet Liberty Surf Group (opérant sous la marque Alice) et actionnaire majoritaire d'Intercall (ci-après « Intercall » ou « la Société »). L'activité de téléphonie prépayée ne s'inscrivant pas dans la stratégie de développement d'Iliad, un processus de vente d'Intercall a été initié dès le mois d'août 2008. Le groupe Iliad s'était déjà retiré du secteur de la téléphonie prépayée en cédant, en février 2007, la société Kertel, concurrent d'Intercall, à la société Proximania. Liée à cette dernière par une clause de non concurrence, Iliad s'est vue assignée en référé, le premier septembre 2009, par Kertel et son actionnaire aux fins de faire cesser toute activité de vente de cartes de téléphone prépayées par Intercall. A la suite du rejet de cette demande, Proximania et Kertel ont interjeté appel et ont obtenu, le 19 novembre 2008, par jugement de la Cour d'appel de Paris, que soit ordonné à Iliad et Intercall de cesser, sous huit jours, la vente de cartes prépayée sur le territoire français. Dans ces circonstances, le 28 novembre 2008, la société Liberty Surf Group, actionnaire à hauteur de 88,63 % du capital d'Intercall, a conclu avec la société Financière LR (ci-après « Financière LR » ou l'« Initiateur »), la cession des 715 328 actions de la société Intercall qu'elle détenait, au prix unitaire de 1,58 €. Financière LR est le holding de contrôle de la société Endéis Telecom qui a commercialisé une offre de téléphonie fixe par abonnement, auprès des particuliers et des entreprises.

A notre connaissance, Iliad n'a pas reçu de proposition ferme de la part d'un autre repreneur potentiel. On notera que Monsieur Lionel Rozenberg, propriétaire de Financière LR, a souhaité, préalablement à la formulation d'une offre, disposer d'informations sur l'activité de la Société et qu'Iliad a accepté que ce dernier soit nommé président du conseil d'administration et directeur général d'Intercall le 26 août 2008. Lorsque la cession des titres Intercall est intervenue le 28 novembre 2008, Monsieur Rozenberg avait donc une connaissance étendue de la situation de l'entreprise.

Anticipant les conséquences du changement de contrôle sur les conditions de paiements par Intercall de ses fournisseurs, la Société a sollicité, le 15 janvier 2009, auprès du Tribunal de commerce de Nanterre, la modification des modalités d'apurement du passif arrêtées dans le plan de continuation de 2001. Par jugement du 3 mars 2009, le Tribunal a accédé à la requête d'Intercall, ce qui s'est traduit par une modification de l'échéancier d'apurement ainsi que par des abandons de créances.

Les nouvelles conditions financières du plan de continuation étant désormais connues, Financière LR déposera un projet d'offre publique d'achat simplifiée (ci-après l'« Offre ») visant les actions Intercall qu'elle ne détient pas encore, soit 91 732 actions représentant 11,37 % du capital de la Société, lequel est constitué de 807 060 actions. Selon le projet d'Offre qui nous a été communiqué, l'Initiateur s'est engagé irrévocablement à proposer aux actionnaires d'Intercall d'acquérir leurs actions au prix de 2 € par action. Si à l'issue de cette Offre, l'Initiateur venait à détenir au moins 95 % du capital et des droits de vote de la Société, il mettrait en œuvre une procédure de retrait obligatoire. Au terme de ce processus, Financière LR envisage de procéder à une augmentation de capital afin de reconstituer les fonds propres de la Société, lesquels sont négatifs de 1 846 K€ au 31 décembre 2008.

Dans ce contexte et selon les articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers (ci-après l'« AMF »), le cabinet Bellot Mullenbach & Associés a été mandaté le 20 janvier 2009 par le président du conseil d'administration d'Intercall en qualité d'expert indépendant, pour apprécier le caractère équitable, d'un point de vue financier, du prix proposé aux actionnaires minoritaires. La présente expertise s'étend au retrait obligatoire dans l'hypothèse où, au terme de l'Offre, et dans un délai de trois mois, l'Initiateur détiendrait plus de 95 % du capital et des droits de vote de la Société.

La présente attestation ne constitue pas une recommandation de souscrire ou non à l'Offre présentée aux actionnaires d'Intercall.

2. PRÉSENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT

2.1 Présentation du cabinet Bellot Mullenbach & Associés

Le cabinet Bellot Mullenbach & Associés (ci-après "BMA") est une société d'expertise comptable inscrite au tableau de l'Ordre de Paris Ile-de-France et membre de la Compagnie Régionale des Commissaires aux Comptes de Paris. BMA compte environ quatre-vingt collaborateurs, dont dix associés personnes physiques détenant, directement ou indirectement, l'intégralité du capital.

Le cabinet est constitué sous forme de société anonyme au capital d'un million d'euros. Son siège est situé à Paris, dans le huitième arrondissement.

BMA développe plusieurs activités : audit comptable et financier, évaluation financière et expertise indépendante, consolidation et reporting, prévention et traitement des difficultés des entreprises, « transaction services » et conseil en management comptable et financier et en systèmes d'information. Chaque activité dispose d'une équipe dédiée, spécialisée dans son domaine et animée par un ou plusieurs associés.

Le cabinet a acquis au cours des années une expérience reconnue dans les opérations requérant une appréciation indépendante de l'équité entre actionnaires. BMA est doté d'une charte déontologique, propre aux missions d'expertise indépendante, téléchargeable sur son site Internet www.bma-paris.com.

2.2 Missions d'expertise indépendante réalisées au cours des 24 derniers mois

Au cours des 24 derniers mois, le cabinet a produit des attestations d'équité dans le cadre des offres publiques suivantes :

Date	Opération	Cible	Initiateur	Banque présentatrice
juin-2007	Offre Publique d'Achat	Evalis	Financière Evalis	Rothschild & Ci
août-2007	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire	Floréane	Covidien (ex Tyco)	BNP Paribas
août-2007	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Petit Forestier	Sylve Invest	BNP Paribas
septembre-2007	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Meilleurtaux.com	CNCE	Banque Palatine
mars-2008	Offre Publique d'Achat Simplifiée	SAIRP Composites	Ampère développement	Banque Palatine

2.3 Déclaration d'indépendance

En application de l'article 261-4 du Règlement général de l'AMF, nous déclarons que notre cabinet, les signataires de la présente et le responsable de son contrôle qualité sont indépendants à l'égard de la Société, de l'Initiateur, ainsi que de leurs conseils et actionnaires respectifs.

S'agissant de d'Intercall, BMA n'est jamais intervenu auprès de cette Société et n'a pas réalisé de mission pour ses actionnaires.

S'agissant de la Banque Présentatrice, BMA n'est pas intervenu en qualité d'expert indépendant à l'occasion d'opérations de marché présentées par Oddo Corporate Finance au cours des 18 mois écoulés.

2.4 Rémunération de l'expert indépendant

La rémunération perçue par BMA au titre de la présente opération s'élève à 35 000 € hors taxes et débours.

2.5 Diligences effectuées par l'expert

La présente mission est placée sous la responsabilité de Pierre Béal et Thierry Bellot, associés signataires, assistés de Roland Clère, directeur de mission spécialisé en évaluation financière. La revue indépendante a été effectuée par Jean-Luc Loir, associé.

Nous avons effectué nos diligences conformément aux dispositions des articles 262-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, de son instruction d'application du 25 juillet 2006 et des recommandations de l'AMF du 28 septembre 2006, modifiées le 19 octobre 2006.

Notre intervention s'est déroulée du 26 janvier 2009 au 24 avril 2009.

Au cours de nos travaux, nous nous sommes entretenus avec :

- Monsieur Lionel Rozenberg, Président-directeur général d'Intercall, également Gérant et propriétaire de la Sarl Financière LR, initiatrice de l'offre ;
- Monsieur Abel Branger, Directeur Adjoint d'Intercall.

Nous avons également rencontré les représentants d'Oddo Corporate Finance, banque présentatrice :

- Monsieur Laurent Durieux, directeur adjoint ;
- Monsieur Gilles Morel, chargé d'affaires.

Enfin, nous nous sommes entretenus avec Maître Pascal de Moidrey, conseil de Financière LR, avocat au sein du cabinet Lovells.

Nos entretiens des 26 janvier et 19 mars courants, complétés par des échanges téléphoniques, ont notamment porté sur les points suivants :

- description de l'activité de la Société et de son marché ;
- analyse du plan d'affaires 2008-2011, et identification des facteurs pouvant remettre en cause les hypothèses structurantes de ce plan ;
- perspectives d'évolution de l'activité de la Société.

Nos travaux ont principalement consisté à :

- prendre connaissance de l'activité d'Intercall ;
- analyser le contexte général de l'Offre ;

- analyser la formation du chiffre d'affaires et des marges historiques de la Société et étudier l'évolution de sa situation financière ;
- analyser les données financières prévisionnelles d'Intercall ;
- mettre en œuvre les méthodes d'évaluation jugées pertinentes au cas d'espèce ;
- déterminer la valeur par action Intercall par référence à l'ensemble de ces travaux ;
- prendre connaissance des travaux d'évaluation réalisés par Oddo Corporate Finance et en réaliser l'examen critique.

Pour accomplir notre mission, nous avons notamment utilisé les documents et informations qui nous ont été communiqués par la direction d'Intercall et par l'Initiateur, en particulier :

- les comptes 2008 certifiés par les commissaires aux comptes ;
- les documents de référence déposés par la Société et visés par l'AMF au titre des neuf précédents exercices ;
- l'arrêté de comptes au 31 mars 2009, ayant fait l'objet d'un examen limité de la part des commissaires aux comptes ;
- le contrat de cession d'actions établi entre Liberty Surf et Financière LR ;
- le plan d'affaires 2009–2011 de la Société ;
- le jugement rendu le 3 mars 2009, par le Tribunal de Commerce de Nanterre, relatif à la modification de l'échéancier de remboursement du plan de redressement par voie de continuation ordonné par jugement le 24 avril 2001 ;
- le rapport d'évaluation établi par Oddo Corporate Finance ;
- le projet de note d'information ;
- d'une manière générale, l'ensemble des informations et documents, notamment historiques.

Nous avons par ailleurs utilisé les bases de données financières Thomson Financial et eMat. Afin de compléter nos analyses, nous avons également collecté toute information de source publique dont l'exploitation nous a semblée pertinente. En particulier, nous avons examiné les comptes disponibles relatifs aux sociétés que nous avons étudiées dans le cadre de la recherche d'un échantillon de sociétés comparables.

Nos travaux ne consistaient pas à réaliser un audit ou un examen limité des comptes annuels ou des situations comptables qui nous ont été présentés. S'agissant des prévisions financières, dont nous avons pu discuter avec les dirigeants de la Société et les représentants de l'Initiateur, il nous a été affirmé qu'elles avaient été établies au mieux de leur connaissance, et qu'à la date d'émission de notre rapport, la direction d'Intercall n'a connaissance d'aucun élément susceptible de les remettre en cause.

Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence. 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, et sur les informations mises à notre disposition.

3. PRÉSENTATION DE LA SOCIÉTÉ INTERCALL

Le siège de la Société est situé au 24, rue Emile Menier à Paris 16e. Au 31 décembre 2008, son capital social, qui s'élève à 807 060 €, est composé de 807 060 actions de même catégorie, d'une valeur nominale de 1 €. L'action Intercall est cotée au Compartiment Spécial d'Euronext Paris (Code Isin : FR000004490). Sa capitalisation boursière atteint 1 275 K€ sur la base d'un cours de 1,58 € au 24 novembre 2008, date de la dernière cotation précédant l'annonce de l'offre de rachat d'Intercall par Financière LR.

La société Intercall est spécialisée dans la conception et la distribution de services de télécommunication prépayés destinés aux particuliers. La vente de cartes téléphoniques prépayées constitue près de 89 % du chiffre d'affaires de la Société, qui s'est établi à 14,3 M€ en 2008. Les cartes prépayées, jetables et anonymes sont utilisables depuis tout poste téléphonique fixe, mobile ou d'une cabine. D'autre part, la Société vend des minutes de communication en gros destinées à des téléboutiques (ou « call boxes »), cette activité représente 8 % du chiffre d'affaires en 2008. Enfin, elle commercialise une offre de carte rechargeable pour appeler d'un poste fixe et se positionne comme opérateur mobile virtuel en offrant un service de communication prépayée à partir de téléphones mobiles sous la forme d'une carte SIM, fournie sans téléphone, avec une gamme de recharges. Les services proposés par Intercall sont destinés en premier lieu aux membres des communautés étrangères, désireux de maîtriser leur budget d'appels vers l'étranger et en France. Ils concernent également, dans une moindre mesure, les touristes ou les expatriés de passage ainsi que les entreprises qui voudraient remettre des cartes prépayées à leurs salariés en déplacement.

Les cartes prépayées sont vendues pour l'essentiel à des grossistes qui se chargent de leur distribution auprès des détaillants, principalement les téléboutiques fréquentées par une clientèle d'origine étrangère. Ce réseau de distribution qualifié d'« ethnique », selon la nomenclature retenue par la Société, représente plus de 51 % du chiffre d'affaires en 2008. Le second réseau de distribution est constitué par les buralistes et les Points Presse. Il représente 30 % du chiffre d'affaires. Les cartes sont également distribuées dans les Aéroports de Paris ainsi que dans certaines agences de voyages et bureaux de change. Il est par ailleurs possible de se procurer des cartes par Internet.

Créée en 1994, la Société a connu un parcours heurté. Après plusieurs tours de tables réalisés avec succès auprès d'investisseurs, dont Gemplus et Dassault Développement, la Société s'est introduite au Nouveau marché en mars 1999 au prix de 18,14 € par action (cours non ajusté des opérations sur titre). L'année de son introduction, la Société a réalisé un chiffre d'affaires de plus de 56 M€ (en hausse de 67 %), dégagé une perte d'exploitation de 4,4 M€ avec 13,2 millions de cartes vendues.

Le 10 mars 2000, peu de temps après l'annonce de la signature d'un accord avec Bouygues Telecom pour lancer une offre de coffret de téléphonie mobile prépayée (Bouygues Telecom fournissant les terminaux et les cartes SIM), le cours de l'action atteignait son plus haut historique, soit 143,9 € (cours non ajusté), correspondant à une capitalisation de près de 390 M€. Dans le même temps, la Société, déjà présente en Italie et en Espagne, s'implantait en Grèce. A cette époque, le management tablait sur un chiffre d'affaires de 250 M€ à horizon 2002, provenant pour près d'un tiers de la téléphonie mobile. Pour financer son développement, un appel au marché était prévu au second semestre 2000. La conjugaison d'une baisse d'activité au 1er semestre 2000, du retournement des marchés boursiers et de l'interruption par Bouygues Telecom de son partenariat avec Intercall, a rendu impossible toute levée de fonds. Ces événements ont conduit en novembre 2000, à l'ouverture d'une procédure de redressement judiciaire à l'encontre de la Société et à la recherche d'un repreneur.

Ce dernier, Liberty Surf Group (alors filiale de Tiscali Spa), s'est engagé à recapitaliser la Société conformément au jugement rendu par le Tribunal de commerce de Nanterre le 24 avril 2001, arrêtant un plan de redressement par voie de continuation et prévoyant l'apurement du passif sur une durée de 10 ans. Une première augmentation de capital réservée à Liberty Surf Group, intervenue le 5 juin 2001, s'est réalisée à 1,57 € par action (cours non ajusté). Cette première opération a été suivie d'une offre d'achat (en juillet-août 2001) puis, le 3 octobre 2001, d'une réduction de capital par annulation des actions existantes suivie d'une augmentation de capital ouverte à tous les anciens actionnaires, souscrite à 15,8 € à raison d'une action nouvelle pour dix actions anciennes. Cette opération valorisait la société pour 12,8 M€ après augmentation de capital. Le prix de souscription de 15,8 € se compare donc au cours le plus haut observé le 10 mars 2000 qui, ajusté du rapport d'échange, s'établissait à 1 439 €

Aux termes du jugement d'avril 2001, les créanciers ont eu le choix entre renoncer à 80 % du montant de leur créance en contrepartie du paiement du solde en 2002 (option 1) et un remboursement en neuf annuités progressives (option 2) à verser de 2002 à 2010. Depuis sa mise en place, ce plan de continuation a fait l'objet de deux modifications :

- En décembre 2005, la Société a obtenu par jugement une première modification des modalités d'apurement pour les créanciers ayant opté pour l'option 2, lesquels se sont vus proposer un remboursement immédiat du solde de leur créance contre un abandon de 60 %. A cette occasion, 27 créanciers représentant 22 % du solde du passif non encore remboursé ont accepté cette option.
- Le 20 janvier 2009, la Société a sollicité une seconde modification du plan. La sortie d'Intercall du groupe Telecom Italia va en effet conduire à une réduction sensible des délais de paiement des fournisseurs et à la nécessité d'investir dans une nouvelle plateforme technique. Par jugement du 3 mars 2009, le Tribunal de Nanterre a ordonné la modification de l'échéancier d'apurement du passif antérieur au redressement judiciaire. Ceci s'est traduit par l'allongement jusqu'en 2011 de l'échéancier d'apurement (option B) ou, si les créanciers en font la demande, par la possibilité d'obtenir un règlement immédiat en contrepartie de l'abandon de 40 % du solde de leurs créances (option A). A cette occasion, 48 % des créanciers (en valeur) ont opté pour l'option A, et accepté l'abandon de créance, ce qui se traduit par un produit exceptionnel de 1,1 M€ enregistré dans l'arrêté des comptes de la Société à fin mars 2009. Le choix retenu par près de la moitié des créanciers est révélateur de leur perception du risque de faillite d'Intercall.

On notera que depuis la mise en place du plan de continuation, Intercall a toujours été en mesure d'honorer le paiement de ses dettes, bien qu'elle n'ait dégagé que par deux fois un EBE positif et que le passif de redressement judiciaire se soit établi à 30 M€ à l'origine. Pour ce faire, Intercall a bénéficié d'une trésorerie de 24 M€ à fin 2001 (résultat de deux augmentations de capital) et d'abandons de créances successifs, ayant permis de dégager des produits exceptionnels de 10 M€

Entre 2001, première année du plan de continuation, et la fin de l'exercice 2008, la politique de communication de la Société a été affectée par l'évolution de son actionnariat (direct et indirect). En avril 2002, la marque Intercall est abandonnée au profit de la marque Tiscali. Ultérieurement, lors de la cession de Liberty Surf Group par Tiscali à Telecom Italia en avril 2005, les cartes sont passées progressivement en 2006 sous la marque Sparkle – Gruppo Telecom Italia. Par ailleurs, depuis son lancement en décembre 2007, l'offre de services de téléphonie mobile est commercialisée sous la marque Horizon Mobile, propriété de la Société. Depuis la cession de la Société à Financière LR, intervenue en novembre 2008, les cartes sont à nouveau commercialisées sous la marque Intercall. Ces changements de marques successifs font obstacle à la fidélisation de la clientèle.

3.1 Performances financières de la Société

La Société s'est désengagée de son développement international en cédant sa filiale italienne en 2000 et sa filiale espagnole en 2001. Elle conserve une participation de 29 % dans Intercall Hellas, société grecque créée en mai 2000, et dont elle n'a pu céder les titres. Ces derniers sont provisionnés à 100 %. A notre connaissance, cette société en sommeil n'a pas de valeur et n'engendre aucun passif pour Intercall.

Au cours des 5 dernières années, les ventes de la société ont reculé de 37 %, passant de 22,6 M€ en 2004 à 14,4 M€ en 2008. Cette baisse, intervenue dans un contexte d'érosion du marché des cartes prépayées, s'explique toutefois principalement par la rupture, en 2007, du partenariat entre Intercall et son principal client grossiste, la société Leader Communication, avec lequel la Société réalisait 62 % de son chiffre d'affaires en 2006. Ce dernier a été acquis, en octobre 2007, par le groupe Proximania, qui, avec sa filiale Kertel, est un des principaux concurrents de la Société. La perte de ce débouché s'est traduite par un recul du chiffre d'affaires de 15 % en 2007 et de 19 % en 2008. Le nombre de cartes vendues est ainsi passé de 3,5 millions en 2007 à 2,6 millions en 2008 (- 26 %).

Au cours de cette période, le taux de marge brute a reculé de 45 %, passant de 17 % du chiffre d'affaires en 2004 à 9,4 % en 2008. Ce recul illustre la forte pression concurrentielle qui s'exerce sur ce marché (cf. infra). La marge brute est ainsi passée de 3,9 M€ en 2004 à 1,3 M€ en 2008. En dépit des mesures prises pour réduire les frais de fonctionnement, l'érosion de la marge brute s'est traduite par l'accroissement des pertes d'exploitation, passées d'une situation de quasi équilibre en 2004, à une perte de 1,3 M€ en 2008. L'exercice 2008 marque toutefois un redressement, par rapport à 2007, année particulièrement affectée par la dégradation des prix de ventes et l'arrêt de la relation avec Leader Communication.

L'ensemble des éléments développés précédemment est synthétisé dans le tableau ci-après, présentant l'évolution du compte de résultat entre 2004 et 2008 :

En k€	2004	2005	2006	2007	2008
Chiffre d'affaires HT	22 634	19 279	20 980	17 814	14 353
Variation	8%	-15%	9%	-15%	-19%
Marge brute	3 851	2 669	2 229	1 306	1 345
En % du CA	17,0%	13,8%	10,6%	7,3%	9,4%
EBE	500	(1 016)	(1 444)	(1 803)	(1 232)
En % du CA	2,2%	-5,3%	-6,9%	-10,1%	-8,6%
Résultat d'exploitation	(142)	(1 266)	(1 575)	(1 839)	(1 422)
En % du CA	-0,6%	-6,6%	-7,5%	-10,3%	-9,9%
Résultat financier	383	631	443	443	385
Résultat exceptionnel	(161)	1 546	(274)	(261)	(97)
Impôt sur les sociétés	(57)	0	0	0	0
Résultat net	23	911	(1 406)	(1 657)	(1 134)
En % du CA	0,1%	4,7%	-6,7%	-9,3%	-7,9%

Comme l'indique le bilan fonctionnel figurant dans le tableau ci-après, l'actif économique de la Société à fin 2008 est constitué pour l'essentiel par de la trésorerie (8,7 M€) excédant de 50 % le passif de redressement judiciaire grâce aux augmentations de capital réalisée en 2001 et à l'existence d'un excédent de fonds de roulement (EFR). Ce dernier résulte du fait que les clients règlent leurs factures à 53 jours (à fin 2008) alors que les fournisseurs (Telecom Italia essentiellement) sont payés à 103 jours. Par ailleurs, le chiffre d'affaires est comptabilisé au

fur et à mesure de la consommation des unités par le client final qui intervient, en moyenne, après qu'elles aient été réglées par le grossiste. Ainsi, le chiffre d'affaires correspondant aux cartes non encore ou partiellement utilisées est différé et porté en produits constatés d'avance. Ces derniers constituent une ressource permanente égale à 60 jours de chiffre d'affaires. La baisse des immobilisations est liée à la fermeture de la plateforme technique en 2007, la Société sous-traitant ce service auprès de Telecom Italia. On notera enfin que l'accumulation des pertes depuis la recapitalisation conduit à des fonds propres négatifs de 1,8 M€

En k€	2 004	2 005	2 006	2 007	2 008
Imm. incorporelles et corporelles	579	375	235	84	67
Immobilisations financières	130	128	131	40	2
Actif immobilisé	709	503	366	124	69
Trésorerie nette	15 430	16 979	17 003	10 045	8 706
Actif Economique	16 139	17 482	17 369	10 169	8 776
Fonds propres	1 440	2 350	945	(713)	(1 846)
Provisions pour R&C	457	233	131	0	0
Passif HT de règlement judiciaire	13 276	10 033	8 893	7 536	5 799
Capitaux permanents	15 173	12 616	9 969	6 823	3 953
Excédent de fonds de roulement	966	4 866	7 400	3 346	4 823
Capitaux engagés	16 139	17 482	17 369	10 169	8 776

Au 31 décembre 2008, la trésorerie nette s'établit à 8,7 M€, contre 15,4 M€ à fin 2004. Cette évolution résulte du remboursement des dettes du redressement judiciaire (7,4 M€) et des pertes dégagées sur la période (3 M€) compensées par l'accroissement de l'EFR. Ce dernier résulte pour l'essentiel de l'allongement des délais consentis par le groupe Telecom Italia à qui la société achète la totalité des minutes entrantes et sortantes. Cette situation favorable n'est donc pas pérenne, le niveau des crédits fournisseurs devant se réduire sensiblement du fait du changement d'actionnaire (cf. infra). Ces variations sont résumées dans le tableau ci-après.

En k€	2 005	2 006	2 007	2 008	Cumul 2005-2008
Abandons de créances	1 638	0	0	0	1 638
Autres cash flows	(640)	(1 489)	(1 580)	(944)	(4 653)
CAF	998	(1 489)	(1 580)	(944)	(3 015)
Investissements corp. et incorp.	(27)	(37)	(86)	(27)	(177)
Investissements financiers	0	0	0	0	0
Produits de cession	0	150	93	38	281
Variation d'EFR	3 901	2 491	(3 989)	1 333	3 736
Cash flow libre	4 872	1 115	(5 562)	401	826
Variation de la dette de RJ	(3 243)	(1 140)	(1 357)	(1 738)	(7 478)
Autres variations	(80)	49	(39)	(2)	(72)
Variation de la trésorerie nette	1 549	24	(6 958)	(1 339)	(6 724)

Depuis 2004, la Société a dégagé des pertes d'exploitation. En conséquence, les capitaux engagés ont produit une rentabilité négative sur toute la période. Cette rentabilité, égale au ROCE est comprise entre - 0,6 % et - 14 %.

En k€	2 004	2 005	2 006	2 007	2 008
Résultat net à dette nulle	(142)	(1 266)	(1 575)	(1 839)	(1 422)
Capitaux engagés d'ouverture	21 999	16 139	17 482	17 369	10 169
ROCE	-0,6%	-7,8%	-9,0%	-10,6%	-14,0%

En conclusion, l'activité de la société, liée à un secteur déclinant, a été fortement destructrice de valeur, tant depuis son introduction en bourse - qui s'est soldée par une procédure de redressement judiciaire - que depuis la mise en place du plan de continuation. De 2001 à 2008,

la poursuite de l'exploitation a été rendue possible grâce à la recapitalisation opérée par Liberty Surf Group en 2001 et aux délais de paiements atypiques consentis par Telecom Italia. On notera qu'en 2004, avant qu'elle ne passe sous le contrôle de Telecom Italia, Liberty Surf Group, avait mis en vente Intercall, bien que le cours de cette dernière soit à l'époque inférieur au prix auquel avait été réalisée l'augmentation de capital. Depuis sa création en 1994, la Société qui n'a jamais distribué de dividendes, n'a pas fait la démonstration de la viabilité de son modèle économique. Dans ce contexte, près de la moitié des créanciers (en masse) inscrits au plan de redressement ont choisi, en mars 2009, d'opter pour un abandon de 40 % de leurs créances contre paiement immédiat. On notera enfin, que la société est encore dépendante de Telecom Italia pour l'essentiel de ses approvisionnements et que depuis son arrivée, la nouvelle direction s'est consacrée activement à la recherche de nouveaux fournisseurs.

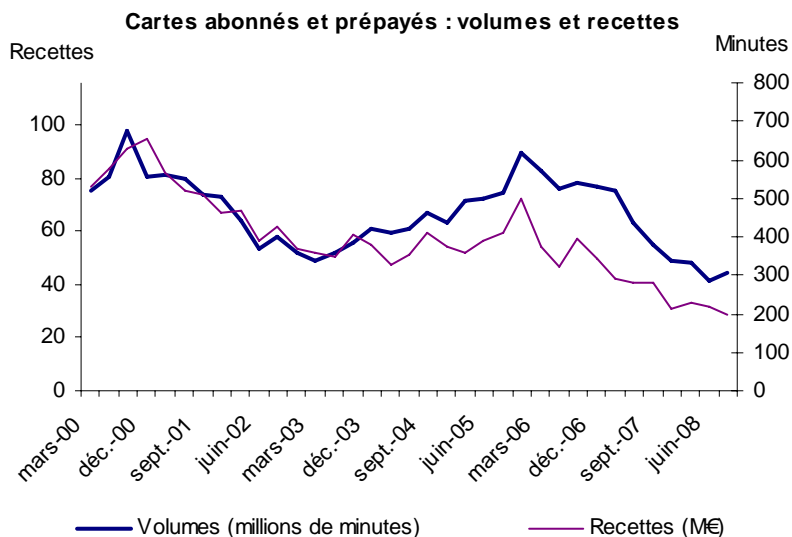
Bien que le pari du redressement de l'entreprise soit risqué, il existe des relais de croissance qui peuvent expliquer l'investissement de Financière LR. A partir de 2011, une fois apuré le passif de redressement judiciaire, il sera plus facile pour la société d'accéder à de nouveaux réseaux de distribution. D'autre part, sous réserve d'être recapitalisée, la Société pourra obtenir de meilleures conditions d'achat de minutes. On notera à ce titre que Financière LR a déclaré au Tribunal de Commerce de Nanterre qu'elle envisageait de procéder à une augmentation de capital pour financer des investissements et reconstituer les fonds propres. Dans cette optique, un actionnaire minoritaire qui souhaiterait conserver ses titres doit accepter le risque d'une dilution du fait de la probable recapitalisation.

3.2 Analyse du marché et de la concurrence

La téléphonie prépayée constitue un marché de niche, qui s'adresse principalement à une clientèle aux revenus modestes désireuse de passer des appels à l'étranger à moindre coût. Elle touche donc une population qui n'a encore que peu accès à Internet et à la possibilité qu'il offre de communiquer soit sous un protocole de voix sous IP (« Internet provider »), soit via des formules d'abonnement offrant un service d'appel gratuit vers certaines destinations à l'étranger. Compte tenu de l'étendue du service qu'offre Internet, la téléphonie prépayée est donc un substitut inférieur dont la part de marché tend à se réduire. Dans ce contexte, le prix, la simplicité et la fiabilité du service sont les principales exigences des utilisateurs de cartes prépayées. Ceci nécessite de la part des opérateurs spécialisés de disposer d'un véritable savoir-faire technique en matière d'achats de minutes et de gestion des appels.

Intercall doit ainsi disposer d'une plateforme informatisée capable de gérer i) le service clients, ii) la production qui va de l'édition des codes secrets des cartes à la gestion commerciale et marketing et iii) l'exploitation qui doit assurer l'interconnexion avec tous les services des opérateurs télécoms et sélectionner instantanément le meilleur réseau au moindre coût.

Selon les données communiquées par l'Autorité de Régulation des Communications Electroniques et des Postes (ARCEP, ex – ART), au 3e trimestre 2008, les communications à partir des accès IP représentent 44 % du volume total des minutes au départ des postes fixes, contre 11 % à fin 2005, ce qui illustre la percée d'Internet dans le domaine des communications téléphoniques au dépens des abonnements classiques. Dans le même temps, le nombre d'abonnements à Internet a augmenté de 38 %. Dans ce contexte, le marché des cartes prépayées, sur lequel opère Intercall, est en régression, le recul des volumes étant accentué par celui des prix, comme en témoigne le graphique ci après :



Source : ARCEP

On rappellera que la vente de cartes par Internet est marginale dans le chiffre d'affaires d'Intercall (moins de 1 % en 2008). Par ailleurs, l'offre de téléphonie mobile virtuelle demeure elle aussi non significative, avec un chiffre d'affaires de 194 K€ en 2008. Cette offre, n'inclut pas la fourniture d'un terminal pour des raisons de coûts, ce qui demeure un handicap face à la concurrence.

Bien que les statistiques relatives aux cartes prépayées doivent être interprétées avec prudence, certains acteurs n'étant semble-t-il pas soumis à déclaration auprès de l'ARCEP, il n'en reste pas moins que ce secteur est fortement concurrentiel. Son développement est par ailleurs régulièrement perturbé par la diffusion de cartes introduites illégalement sur le territoire national et qui sont écoulées en dessous du prix normal de vente.

Parmi les concurrents de la Société, France Telecom, avec le Ticket téléphone, demeure la référence. Selon les réseaux de distribution, les autres concurrents peuvent être répartis comme suit :

- Sur le réseau tabacs – presse, les principaux concurrents sont Tele2, 9 Telecom, Kertel, Delta et Minutissimes qui proposent une gamme de produits diversifiés : cartes jetables, cartes résidentielles, porte-monnaie sur Internet. Kertel, commercialise par ailleurs une partie de ses cartes dans les bureaux de Poste. Ce marché, réparti par appels d'offres est à ce jour très difficile d'accès pour Intercall, en raison de son placement sous plan de continuation.
- Sur le marché communautaire ou ethnique, les principaux concurrents sont Iradium, Vectone, Symacom, Phénix Telecom, Eagle Telecom, Unitel et Kertel, depuis la reprise de Leader Communication par Proximania.
- On notera enfin l'existence d'opérateurs qui, comme Budget Telecom, offrent sur Internet un service de compte prépayé et rechargeable (ou post payé) s'adressant, entre autres, à la clientèle étrangère pour ses appels internationaux.

En conclusion, l'offre d'Intercall se destine à une clientèle au pouvoir d'achat faible et peu technophile. Ce secteur hautement concurrentiel, est principalement dirigé par les prix. Il subit par ailleurs une concurrence croissante des modes de communications par Internet. Les principaux concurrents d'Intercall disposent de marques établies ce qui est un atout pour

fidéliser la clientèle. On notera qu'à l'inverse, Intercall a dû changer de marque pour la 3e fois en huit ans.

3.3 Plan d'affaires prévisionnel 2009-2011

Le plan d'affaires établi par le management de la société nous a été remis le 27 janvier 2009. Il table pour 2009 sur une baisse de près de 14 % du chiffre d'affaires. Pour les années suivantes, il est attendu le retour des ventes à leur niveau de 2008, essentiellement par la reconquête de parts de marchés sur le segment ethnique. Il n'est donc pas anticipé de changement majeur du mix produits ni du poids relatif des différents canaux de distribution.

En dépit de la baisse d'activité attendue en 2009, la Société anticipe une réduction de la perte d'exploitation en améliorant d'une part son niveau de marge brute, et d'autre part en réduisant ses coûts de production :

- L'amélioration de la marge brute résulterait de la révision des tarifs et de l'amélioration des conditions d'achat. Elle proviendrait également de la vente de minutes vers des services téléphoniques payants. On notera qu'à fin mars, cette amélioration ne s'est pas encore concrétisée.
- Une nouvelle plateforme technique a été mise en place depuis le début d'année. Préalablement, la Société sous-traitait cette prestation auprès de Telecom Italia.

Compte tenu de ces éléments, il est prévu d'atteindre le point mort opérationnel en 2011, avec un EBE de 175 K€ et un résultat opérationnel de 44 K€ représentant respectivement 1,2 % et 0,3 % du chiffre d'affaires.

A ce stade, le redressement de la marge brute est encore loin d'être acquis. A fin mars, cette dernière est en effet inférieure au niveau moyen de 2008. Enfin, l'hypothèse de prise de parts de marché permettant de retrouver à terme le niveau de chiffre d'affaires de 2008 semble d'autant plus volontariste qu'elle est supposée s'accompagner d'une hausse du taux de marge brute.

Parallèlement aux hypothèses de résultat, le plan d'affaires fournit des prévisions bilanciellles qui peuvent sembler optimistes, ou qui nécessitent d'être mises à jour :

- Le plan d'affaires a été établi en retenant une hypothèse de convergence des délais de règlement fournisseurs de 130 jours à fin 2008 à 72 jours à fin 2011, soit la moyenne observée entre 2003 et 2008, époque où la Société était encore intégrée dans le groupe Telecom Italia.
- Par ailleurs, le plan ayant été joint à la requête soumise au Tribunal de Commerce de Nanterre, il ne tient pas compte du jugement modifiant le plan d'apurement du passif de redressement judiciaire, ni des abandons de créances obtenus au mois de mars 2009.

Après discussions avec le management, le délai fournisseur a été ajusté conformément aux conditions nouvellement négociées avec les opérateurs télécoms. Par ailleurs, il est tenu compte des nouvelles conditions d'apurement du passif de redressement judiciaire. L'effet des abandons de créances est également appréhendé en basant le plan d'affaires sur le bilan arrêté au 31 mars 2009. Ce dernier, qui a fait l'objet d'une revue limitée de la part des commissaires aux comptes, fait ressortir une situation nette négative à hauteur de 1,2 M€

4. TRAVAUX D'ÉVALUATION

Conformément au Règlement général en matière d'expertise indépendante et aux recommandations de l'AMF, le prix d'une offre s'apprécie en fonction d'un ensemble de références et de valeurs déterminées par la mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritères. Notre expertise a notamment été réalisée sur la base du plan d'affaires prévisionnel 2008-2011 établi par la direction de la Société.

4.1 Critères et méthodes écartés

Actif net comptable

L'actif net comptable (ANC) est la différence entre le montant des actifs et l'endettement total figurant au bilan de la Société. L'actif d'Intercall est constitué essentiellement par des actifs circulants et de la trésorerie et son passif par des dettes d'exploitation et un passif de redressement judiciaire. La différence entre ces montants ne peut constituer une valeur de marché des fonds propres de la Société autre que dans une optique liquidative.

Dans la perspective de la poursuite de l'exploitation, la valeur d'Intercall doit s'appréhender au travers des produits et des charges futurs à attendre de la combinaison des facteurs de production. Par ailleurs, la dette de redressement judiciaire étant non rémunérée et adossée à une trésorerie destinée au paiement des créanciers, cette combinaison constitue par solde un actif résiduel, qui ne figure pas dans les comptes.

Dans la mesure où la liquidation de la société ne constitue pas le scénario le plus probable, son risque d'occurrence n'étant toutefois pas nul, la valeur de la Société doit être appréciée dans une optique de continuité de l'exploitation, en tenant compte, le cas échéant, et selon une probabilité adaptée, d'un scénario de liquidation.

A titre d'information, au 31 décembre 2008, l'actif net comptable est négatif, et ressort à (2,29) € par action. Au 31 mars 2009, bien que toujours négatif, ce dernier s'est redressé, du fait des abandons de créances obtenus par la Société. A cette date, l'actif net comptable s'établit à (1,47) € par action.

En conclusion, dans une optique de liquidation, la valeur de l'action Intercall est nulle, les actifs liquides étant d'une valeur sensiblement équivalente à celle des passifs exigibles. Toutefois, cette approche ne constitue pas une référence pertinente, l'évaluation de la société devant être établie, selon nous, dans une optique de continuation.

Actif net réévalué (ANR)

Cette méthode consiste à établir la valeur de marché de tous les postes comptables d'actif et de passif du bilan de la Société. Au cas présent, l'application de cette méthode de valorisation consisterait donc, pour l'essentiel, à déterminer la valeur d'un actif incorporel résultant de la combinaison des facteurs de production et à déterminer la décote à appliquer au passif non rémunéré constitué au titre du règlement judiciaire.

L'approche de l'ANR, dans le cas de l'évaluation d'Intercall a été écartée dans la mesure où la réévaluation des actifs d'exploitation sera mise en œuvre par l'actualisation des flux de trésorerie futurs.

Capitalisation des dividendes

Cette méthode d'évaluation consiste à actualiser les dividendes prévisionnels. Toutefois, il n'existe pas, à notre connaissance, d'estimation fiable de l'exigence de rendement des titres

cotés pour l'actionnaire minoritaire et qui serait établie à partir des dividendes anticipés. D'autre part, la Société n'a jamais distribué de dividende depuis sa création en 1994. Dès lors, le mode d'évaluation le plus usuel pour déterminer la valeur d'une participation minoritaire se fonde moins sur les dividendes que sur la totalité de la capacité distributive de la Société, ce qu'appréhende la méthode des flux futurs de trésorerie.

Pour ces raisons, nous avons écarté cette approche de valorisation.

Comparables boursiers et transactions comparables

Cette approche consiste à déterminer la valeur des fonds propres d'une société en appliquant des multiples d'évaluation observés sur un échantillon de sociétés cotées comparables, ou issus de transactions, à ses agrégats financiers jugés les plus pertinents en termes d'activité, de profil de croissance, de rentabilité et de structure financière.

A notre connaissance, les plus proches comparables cotés d'Intercall sont les sociétés Budget Telecom et Kertel.

La société Budget Telecom a été introduite sur Alternext en septembre 2006. Cette dernière est un concurrent d'Intercall dans la mesure où son métier d'origine consiste à vendre des minutes prépayées aux particuliers et aux téléboutiques. Toutefois, ses ventes aux particuliers sont faites exclusivement par Internet, et l'entreprise a tourné son développement vers la vente d'abonnement filaires post-payés et ADSL, ce qui constitue une inflexion majeure de business model. Par ailleurs, la société ne fait l'objet d'aucun suivi de la part des bureaux d'analyse. En conséquence, la mise en œuvre de l'approche par les multiples boursiers est limitée aux comptes 2008 de Budget Telecom. Au vu des pertes dégagées par Intercall au cours de cet exercice, l'application des multiples de Budget Telecom doit être transposée aux agrégats prévisionnels de la dernière année du plan d'affaires, soit 2011 ou à 2012. Il s'agit donc d'une approche prospective, qui doit être complétée par la prise en compte des flux prévisionnels attendus d'ici à 2011 ou à 2012. Cette approche est à notre avis redondante avec celle basée sur l'actualisation des flux de trésorerie futurs. Pour mémoire, son application conduirait à une valeur de l'action Intercall, comprise entre 0,65 € et 0,80 €

La société Kertel est un concurrent direct d'Intercall, tant sur le marché des cartes ethniques que sur celui du réseau tabac – presse. Elle est cotée depuis janvier 2008 au Marché libre, à la suite à la cession sur ce marché de 3 000 titres, représentant 0,01 % du capital. Les cotations sont épisodiques dans des volumes non significatifs. La référence au cours de bourse ne nous semble donc pas pertinente. Antérieurement, la société a été cédée, en février 2007, par Iliad à Proximania. En appliquant les multiples de la transaction aux comptes 2011 et 2012 d'Intercall, et en sommant la valeur actuelle qui en résulte avec les cash flows libres attendus sur la période, il ressort une valeur comprise entre 1 € et 1,25 € par action Intercall. Il est à noter que cette transaction, qui portait sur 100 % du capital, intégrait selon toute probabilité une prime de contrôle.

Compte tenu de ce qui précède, nous écartons les méthodes analogiques fondées sur les comparaisons boursières et sur les transactions comparables.

4.2 Critères et méthodes retenus

Cours de bourse

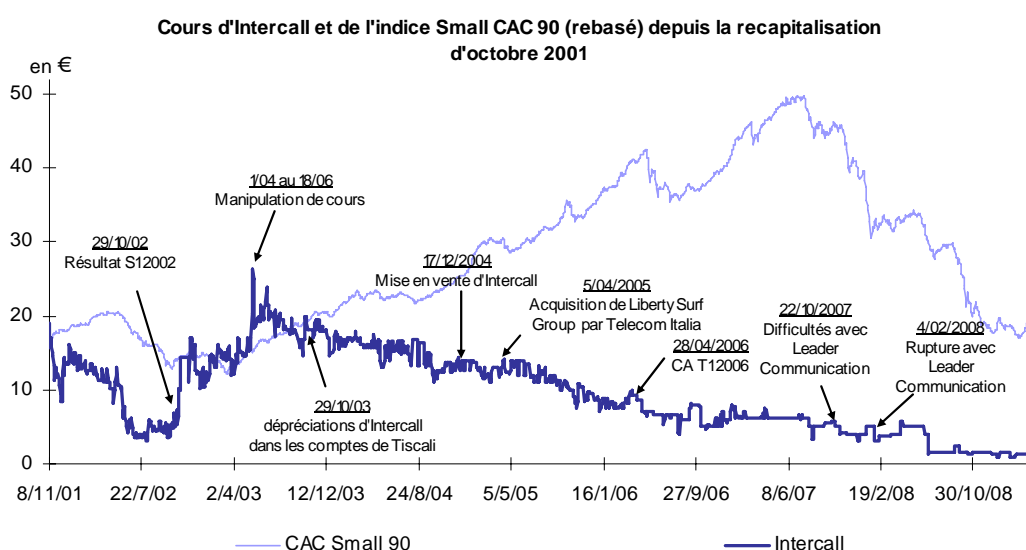
Les actions de la Société étant admises aux négociations sur un marché réglementé, leur cours de bourse constitue a priori un critère d'appréciation du prix proposé.

Depuis la recapitalisation de la Société le 3 octobre 2001, effectuée à 15,80 € par action, le cours d'Intercall a connu un plus haut de 26,30 € le 22 mai 2003, et un plus bas, de 0,85 € le 5 janvier 2009. Cette fourchette relativement large est toutefois à relativiser :

- Le cours maximum a en effet été atteint à la suite de manipulations de cours de la part d'un investisseur individuel ayant fait l'objet d'une sanction rendue par l'AMF le 16 juin 2005. Ces manipulations intervenues entre le début du mois d'avril et le 18 juin 2003, visaient à soutenir le cours de l'action en prévision d'un éventuel retrait de la cote. Ce retrait avait effectivement été envisagé par Liberty Surf Group à la fin de l'année 2002.
- Le cours le plus bas a été atteint dans un volume de 11 titres échangés. Ce cours est inférieur au prix de l'acquisition du bloc de contrôle intervenue le 28 novembre 2008. Il est précédé par une cotation de 1,42 € le 19 décembre 2008, dans un volume de 242 titres échangés et suivi le 12 janvier 2009 par une cotation de 1,60 € dans un volume de 200 titres. Ce plus bas n'a donc pas un caractère significatif.

Comme indiqué dans le graphique de la page suivante, après avoir atteint 19 € le 8 novembre 2001, dans l'année qui a suivi la recapitalisation de la Société, le cours de l'action a connu une évolution baissière - les chiffres d'affaires trimestriels publiés étant régulièrement en retrait par rapport à ceux de l'exercice précédent - pour se stabiliser dans une fourchette comprise entre 3 € et 7 € au mois d'octobre 2002. Par la suite, la publication des comptes du premier semestre 2002 a permis au cours de revenir à des valeurs comprises entre 10 € et 14 € par action, jusqu'en avril 2003, date à partir de laquelle ces derniers ont commencé à être manipulés. Mis à part cette période, les cours atteignent en 2003 leur niveau moyen le plus élevé jusqu'à ce jour (près de 17 €), l'impact des manipulations de cours mettant plusieurs mois à se dissiper. L'exercice 2003, bénéficie donc d'une conjoncture très particulière, du fait de cette manipulation et de la publication des comptes 2002, qui ont affiché le seul résultat d'exploitation positif sur l'ensemble de la période 2001-2008, soit 1,2 M€

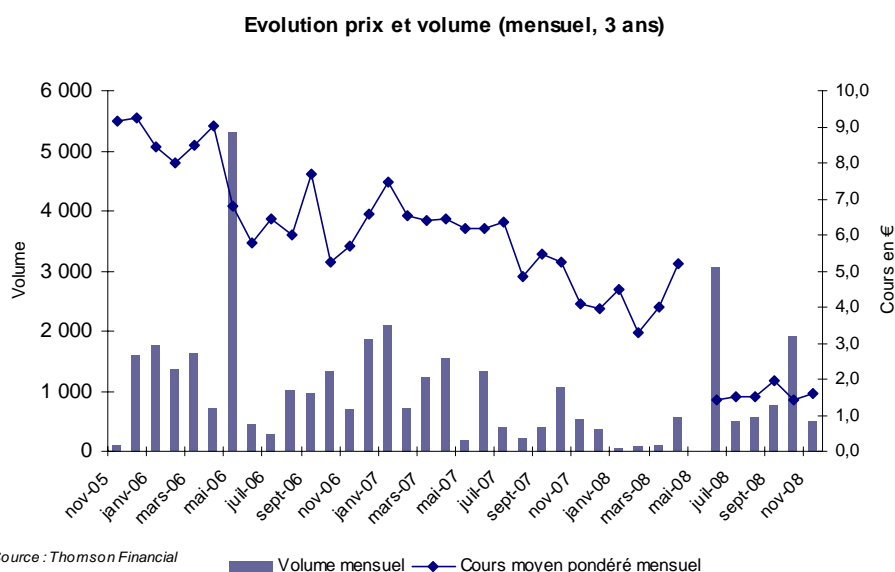
A compter de 2004, les cours ont connu une tendance globalement baissière en dépit de l'annonce de la mise en vente de la Société par Liberty Surf Group, le 17 décembre 2004, de celle de l'acquisition de cette dernière par Telecom Italia, le 5 avril 2005, ou de la publication de chiffres d'affaires trimestriels en hausse au cours de l'année 2006.



Le 22 octobre 2007, la Société, à l'occasion de la publication du chiffre d'affaires du 3e trimestre 2007 a fait part des premières difficultés rencontrées avec son principal grossiste.

L'annonce de la rupture avec Leader Communication est intervenue le 4 février 2008, lors de la publication du chiffre d'affaires du 4e trimestre 2007. Les cours antérieurs au 4 février 2008 sont donc peu pertinents car ils n'intègrent pas cet évènement majeur pour la Société. Entre le 4 février 2008 et le 24 novembre 2008, date de la dernière cotation précédant l'annonce de la vente d'Intercall à Financière LR - intervenue le 28 novembre 2008 - le cours de l'action ressort en moyenne à 1,81 € après pondération par les volumes. Ce résultat est toutefois d'une portée limitée, le titre n'ayant coté que 26 fois, dans des volumes moyens de 309 titres échangés par séance.

Le graphe ci après, qui élargit à trois années la période d'observation, souligne le caractère peu liquide de l'action Intercall :



Comme indiqué dans le tableau ci-après, en retenant comme dernier cours de référence celui du 24 novembre 2008, les cours moyens pondérés par les volumes échangés s'inscrivent dans une fourchette comprise entre 1,51 € et 1,58 € en excluant les moyennes de cours se rapportant à des périodes antérieures à l'annonce de l'arrêt du contrat avec Leader Communication (moyennes 12, 24 et 36 mois). Au cours des 6 mois précédant la date de référence, un cours maximum de 4 € a été atteint le 17 juin 2008 dans un volume de 20 titres échangés. Enfin, on remarquera que le prix d'acquisition d'Intercall par Financière LR est égal aux cours moyens calculés sur 3 mois, 20 jours de bourse ainsi qu'au dernier cours précédent l'annonce de la transaction.

Prix et volume quotidien	Haut	Bas	Cours moyen pondéré	Volume moyen par séance	% capital échangé	% capital échangé (flottant)	Jours de cotation
36 mois	10,05	1,42	5,80	48	4,6%	40,7%	32,1%
24 mois	7,99	1,42	4,47	39	2,5%	21,9%	27,6%
12 mois	5,84	1,42	1,94	33	1,1%	9,3%	14,9%
6 mois	4,00	1,42	1,51	56	0,9%	8,0%	15,3%
3 mois	2,44	1,43	1,58	49	0,4%	3,5%	15,2%
20 jours de bourse	1,58	1,50	1,58	130	0,1%	0,6%	15,4%
Spot	1,58	1,58	1,58	200	0,0%	0,2%	

Au cas d'espèce, la pertinence de la référence au cours de bourse avant que n'intervienne la transaction sur le bloc majoritaire nous semble devoir être relativisée :

- le flottant est faible, représentant 11,37 % du capital ;

- le taux de rotation de ce flottant atteint seulement 8 % sur 6 mois, soit 16 % en rythme annuel ;
- les jours de cotation ne représentent que 15 % des séances de cotation ouvertes ;
- le titre ne fait l'objet d'aucun suivi de la part des analystes.

Ces cours reflètent la valeur de l'action pour un actionnaire minoritaire d'Intercall, dans la perspective du maintien de la société dans le giron de Telecom Italia.

Depuis l'annonce de la vente d'Intercall à Financière LR et jusqu'au 15 avril 2009, le cours de l'action Intercall s'est établi en moyenne à 2,10 € en pondérant les cours par les volumes échangés. En moyenne, 139 titres ont été échangés au cours de 11 séances de cotation. Comme mentionné précédemment, le cours le plus bas de 0,85 € a été atteint le 5 janvier 2009, dans un volume de 11 titres échangés. Le cours le plus haut, soit 2,99 € a été atteint pour sa part le 14 avril 2009, dans un volume de 125 titres échangés. Ces cours reposent sur des volumes faibles, dont le cumul représente moins de 2 % du flottant du capital, soit moins de 5 % du flottant échangé en rythme annuel. En théorie, ces cours reflètent la valeur de la Société une fois sortie du groupe Telecom Italia. Toutefois, ces cours ne nous semblent pas pouvoir refléter avec pertinence la valeur actuelle de l'entreprise en l'absence de suivi boursier et de communication sur les conséquences financières du changement de contrôle, à savoir :

- l'incidence défavorable de la réduction des délais de paiement sur le niveau de la trésorerie qui peut être estimée à 2 M€ sur l'ensemble de l'exercice 2008 ;
- le montant des abandons de créances, qui se traduisent par un produit exceptionnel de 1,1 M€ dans l'arrêté de comptes au 31 mars 2009.

Ainsi, en retenant le cours du 24 novembre 2008 comme référence, le prix de l'offre induit des primes comprises entre 26 % (moyenne 3 mois) et 32 % (moyenne 6 mois). Ces cours reflètent la valeur de la Société en tant que filiale de Telecom Italia, à défaut de disposer de cours qui reflèteraient correctement la valeur induite par le changement de contrôle. Compte tenu des restrictions concernant la pertinence de ce critère, nous ne le retenons qu'à titre secondaire.

Actualisation des flux futurs de trésorerie

Prolongation du plan d'affaires et ajustements

Pour mettre en œuvre cette approche, nous avons prolongé le plan d'affaires 2009 – 2011 établi par la Société, afin de le porter à un horizon de 10 ans (2018). En effet, sur cette période d'extrapolation et sur les indications du management, nous avons retenu une croissance des ventes de 1 % par an. Dans le contexte d'érosion global des achats de cartes prépayées, ce scénario suppose des prises de parts de marché par Intercall. Cette hypothèse volontariste s'appuie sur le fait qu'après 2011, une fois sortie du plan de continuation, la Société pourra plus facilement répondre à des appels d'offres. Compte tenu de cette croissance, il est retenu une amélioration des marges, l'EBE passant de 1,2 % du chiffre d'affaires, à 1,5 %.

Comme indiqué précédemment, le délai de règlement des fournisseurs, tel que retenu par le plan n'est pas compatible avec la sortie de Telecom Italia du capital de la Société. Au vu des conditions obtenues dans le cadre de la première renégociation, nous retenons un délai moyen de 30 jours, jusqu'en 2011. Après cette date, le délai serait porté à 50 jours, la Société étant sortie du plan de continuation. Ce délai normatif, identique à celui retenu par Oddo Corporate Finance, demeure une hypothèse favorable. Par ailleurs, le management table sur une baisse

des délais clients, lesquels passeraient de 53 jours en 2008, à 42 jours en moyenne sur la durée du plan. Pour l'extrapolation, nous retenons un délai moyen de 45 jours.

Une fois réalisé, début 2009, l'investissement dans une nouvelle plateforme technique, les investissements futurs devraient être constitués des seules dépenses de renouvellement. Ils seraient limités à un budget de 30 K€ par an, soit 0,3 % du chiffre d'affaires, comparable avec celui retenu par la Banque Présentatrice.

Méthodologie

Comme mentionné précédemment, le bilan d'Intercall, une fois retraité des passifs de redressement judiciaire, présente un excédent de fonds de roulement (EFR), lequel constitue une ressource financière permanente. Bien que cette dernière doive se réduire sensiblement en 2009, du fait de la réduction des délais fournisseurs, elle devrait subsister et s'accroître après 2011. Lorsque l'EFR atteint son niveau normatif, la Société se retrouve ainsi en situation d'excédent de trésorerie et peut se trouver à dégager un cash flow libre pour l'actionnaire supérieur à son bénéfice distribuable.

D'une façon générale, cette situation n'est cependant pas durable ; une société distribuant plus que ses bénéficiaires détruirait ses fonds propres. Les sociétés se trouvant dans un tel cas de figure, doivent donc être évaluées sur la base de leur cash flow libre pour l'actionnaire (y compris placements de trésorerie), dans la limite de leur bénéfice distribuable. Ceci nécessite d'établir le niveau de fonds propres normatif qui d'un point de vue prudentiel permet d'assurer un niveau satisfaisant de garantie pour les fournisseurs et les clients de l'entreprise.

S'agissant d'Intercall, la société a des fonds propres fortement négatifs et ses prévisions de bénéfices, extrapolées à 2018, ne permettent pas de reconstituer les fonds propres, ce qui conditionne la distribution d'un cash flow libre pour l'actionnaire. En conséquence, dans une optique d'évaluation purement autonome de la société, il n'est pas possible de d'extérioriser une valeur de fonds propres positive d'Intercall.

Néanmoins, il est possible de rationaliser une valeur positive de l'entreprise, à condition de faire l'hypothèse d'une recapitalisation de la Société, ou de son intégration dans un groupe disposant lui-même d'une capacité de distribution et éventuellement d'un besoin en fonds de roulement ou de besoins d'investissements susceptibles d'être financés en partie ou en totalité par l'EFR d'Intercall. Cette seconde approche permet donc d'appréhender la totalité de son cash flow, en s'affranchissant de la contrainte de sa capacité distributive. Cette hypothèse correspond au point de vue d'un investisseur de type industriel et constitue l'approche la plus favorable pour un actionnaire minoritaire et c'est donc celle-ci qui est privilégiée dans ces travaux, ainsi que dans ceux d'Oddo Corporate Finance.

La méthodologie retenue in fine consiste donc à calculer le flux de trésorerie d'exploitation annuel, après investissement et variation de l'EFR. Ces flux, ou cash flows d'exploitation, sont ensuite actualisés au coût moyen pondéré du capital. La valeur présente des cash flows est égale à la valeur d'entreprise (VE), ou valeur de marché des capitaux engagés. Pour passer de cette dernière à la valeur des fonds propres, il convient d'ajouter les différents actifs non pris en compte dans les prévisions de cash flow (trésorerie, actif d'impôt différé) et de retrancher le passif de redressement judiciaire.

Taux d'actualisation

S'agissant d'Intercall, la société hors passif de redressement judiciaire et trésorerie adossée, est structurellement en situation de trésorerie positive, dans l'hypothèse d'une continuation de l'activité. En conséquence, le taux d'actualisation est égal au coût du capital à dette nulle.

D'après nos calculs, ce dernier s'établit à 14 %. Ce taux est calculé à partir des paramètres suivants :

- Une prime de risque des marchés actions estimée à 6,05 % en retenant la moyenne sur 12 mois, à fin mars, des primes observées dans les notes d'offre visées par l'AMF. Le choix d'une durée relativement longue pour le calcul de cette moyenne vise à corriger l'élévation récente, de la part des investisseurs financiers, de l'aversion au risque qui résulte de la crise financière. Cette approche correspond donc au point de vue d'un investisseur qui se situerait dans une optique de placement à long terme. Un horizon de placement plus court justifierait la prise en compte d'une prime sensiblement plus élevée.
- Un coefficient bêta, hors dette, de 1,30, qui correspond au bêta moyen, pondéré par les coefficients de détermination des bêtas d'Intercall et de Budget Telecom. Ces bêtas sont plus élevés que ceux des opérateurs classiques. Ils se justifient toutefois, selon nous, dans la mesure où les grands opérateurs disposent d'une plus grande récurrence de leurs revenus du fait de leur base d'abonnés. Par ailleurs, ces derniers n'ont pas manifesté de marque d'intérêt pour la reprise d'Intercall. Il n'est donc pas justifié de retenir leur coût du capital pour évaluer la Société.
- Un taux sans risque égal à 3,62 %, correspondant au rendement moyen sur trois mois des OAT 10 ans, tel que constaté à fin mars 2009 ;
- Une prime de risque spécifique de 2,5 %, qui reflète l'écart de rentabilité exigé par les investisseurs sur des titres de sociétés de petite taille. Ce taux est issu des primes spécifiques observées dans les notes d'offre visées par l'AMF depuis janvier 2008, au titre de sociétés dont la capitalisation boursière est inférieure en moyenne à 120 M€. Cependant, la taille de ces sociétés étant sensiblement supérieure à celle d'Intercall, cette prime de taille constitue donc sans doute un minimum.

Valeur résiduelle

Au terme du plan d'affaires extrapolé, soit à fin décembre 2018, il est supposé l'existence d'une valeur résiduelle. Conformément à l'approche la plus généralement retenue, cette valeur résiduelle correspond à un calcul de rente perpétuelle à partir d'un cash flow normatif supposé croître à taux constant. En l'espèce, nous retenons comme scénario central une croissance nulle. Le secteur des cartes prépayées étant tendanciellement en déclin, il s'agit donc d'une hypothèse favorable.

Valeur d'entreprise

Compte tenu de ces éléments, actualisée au 30 avril 2009, la valeur d'entreprise d'Intercall s'établit selon nos calculs à 143 K€. Ce montant modeste s'explique par le fait que la valeur présente des cash flows sur la période 2009-2018 est négative et ressort à - 172 K€. En effet, la réduction des délais fournisseurs en 2009 a un impact très négatif sur la trésorerie. Au 31 mars 2009, alors que le délai fournisseurs n'a pas encore atteint son niveau normatif, du fait des contrats d'approvisionnement encore en cours jusqu'au 30 juin, le cash flow d'exploitation est déjà négatif de 1,9 M€. Sur les 9 mois de l'année restants, sous condition du respect du budget d'exploitation, il ressort un cash flow négatif de 1,6 M€ compte tenu de la réduction des délais fournisseurs. Mis à part le cash flow résiduel de l'exercice 2009, la valeur présente des flux anticipés sur la période 2010 – 2018 s'établit ainsi à 1 373 K€. Elle se compare à une valeur résiduelle de 314 K€

Calcul de la valeur des fonds propres

A la valeur d'entreprise, il convient d'ajouter la trésorerie, nette du passif de redressement judiciaire (hors taxe), soit 1 026 K€ au 31 mars 2009. Dans la mesure où ce passif n'est pas rémunéré, nous considérons que ce dernier doit être décoté en actualisant les débours futurs à un coût d'opportunité approprié. En l'espèce, ce passif est adossé depuis son origine à un actif de trésorerie. Il est donc indifférent pour un investisseur d'attendre le remboursement de ce passif et d'encaisser les produits du placement de la trésorerie ou de rembourser immédiatement ce dernier en l'actualisant au taux du placement. Ce dernier est supposé égal au taux sans risque tel qu'il ressort de la courbe des taux relative aux emprunts d'Etat, majoré d'un spread de 100 points de base. Par cette approche, il est appliqué une décote de 7 % au passif, comparé à sa valeur comptable, ce qui équivaut à un surcroît de valeur de 0,23 € par action.

D'autre part, au 31 décembre 2008, la Société dispose de déficits reportables pour un montant de 31 M€. Ces derniers sont pris en compte pour le calcul des cash flows prévisionnels 2009-2018. Au vu des prévisions de bénéfices d'Intercall, seuls 7 % des déficits existants à fin 2008 devraient avoir été consommés d'ici à la fin de 2018. Au-delà, la valeur de rente est calculée après impôt normatif. Les économies d'impôt liées aux déficits reportables résiduels tels qu'anticipés à fin 2018 sont pour leur part valorisées à 176 K€ après actualisation. Au vu de l'importance des déficits résiduels, il est quasi indifférent de calculer la valeur d'entreprise de la Société en franchise d'impôt ou de fiscaliser le cash flow normatif et d'ajouter la valeur des économies d'impôt futures.

Une utilisation plus rapide des déficits reportables nécessiterait que le nouvel actionnaire d'Intercall procède à la l'absorption de la Société par une de ses filiales bénéficiaire et obtienne un agrément de l'administration pour consommer les déficits, ou bien qu'elle opère une fusion à l'envers qui ne soit pas qualifiée d'abus de droit. Au vu du faible effectif de la Société, de l'évolution tendancielle de son activité et de la nature des métiers exercés par Intercall et par la principale filiale de Financière LR, un tel scénario nous semble loin d'être acquis. Par ailleurs, Financière LR par courrier du 24 avril 2009 nous a confirmé n'envisager aucune opération de cette nature et, en tout état de cause, qu'aucune opération de rapprochement n'était à l'ordre du jour, à un horizon de 12 mois, entre Intercall et Financière LR ou l'une quelconque de ses filiales.

Sur la base de ce qui précède, la valeur des fonds propres d'Intercall ressort à 1 527 K€, comme détaillé dans le tableau ci après :

Passage de la VE à la valeur de fonds propres	En K€
Somme des cash flows 2009-2018	(172)
Valeur de rente (fiscalisée)	314
Valeur d'Entreprise au 31/03/2009	143
Valeur des reports après 2019	176
Trésorerie nette au 31 mars 2009	3 745
Passif net de RJ au 31 mars 2009 (après décote)	(2 536)
Somme des ajustements bilanciaux	1 384
Valeur des fonds propres au 30 avril 2009	1 527
Nombre d'actions	807 060
Valeur des fonds propres en €par action	1,89

Comme indiqué ci-dessus, l'essentiel de la valeur réside donc dans le montant de la trésorerie nette à fin mars 2009. Sur la base du nombre d'actions existantes, soit 807 060, il ressort une

valeur de l'action Intercall au 30 avril 2009 de 1,89 € Par rapport à cette dernière, le prix offert de 2 € par action représente une prime de 5,7 %. Cette valeur n'intègre pas le risque de défaillance spécifique à l'entreprise, lequel est diversifiable du point de vue d'un actionnaire minoritaire. A l'inverse ce risque n'est pas négligeable pour Financière LR, holding familial dont les actifs sont l'outil de travail de son propriétaire. A ce titre, nous rappelons que près de 50 % de la masse des créanciers du passif de redressement judiciaire ont choisi de renoncer à 40 % de leurs créances contre paiement immédiat en mars 2009. Ce choix peut s'expliquer par des besoins de liquidité dans un contexte économique difficile ainsi que par la prise en compte d'un scénario de liquidation d'Intercall, la part exacte des motivations des créanciers étant impossible à établir. Quoi qu'il en soit, la prise en compte d'un scénario de liquidation et sa probabilisation aurait pour effet de diminuer la valeur de l'action Intercall.

La sensibilité de la valeur par application de cette méthode aux variations du taux d'actualisation, du taux de croissance à l'infini, de la croissance moyenne du chiffre d'affaires sur la période 2011-2018 et du taux d'EBE est présentée dans les deux tableaux ci-dessous :

Croissance à l'infini	Taux d'actualisation		
	14,5%	14,0%	13,5%
-1%	1,81	1,88	1,96
0%	1,82	1,89	1,97
1%	1,85	1,92	2,00

Croissance 2011-2018	Taux d'EBE		
	1,35%	1,50%	1,65%
0,5%	1,62	1,77	1,92
1,0%	1,74	1,89	2,04
1,5%	1,86	2,02	2,17

Il ressort de l'analyse de ces tableaux une sensibilité faible de la valeur aux hypothèses structurantes, ce qui s'explique aisément en raison de l'inertie induite par le poids de la trésorerie nette dans la valeur des fonds propres.

La valeur par action Intercall s'inscrit donc dans une fourchette de valorisation comprise entre 1,74 € et 2,04 € soit un prix d'Offre extériorisant des primes de - 2 % à 15 %.

Transaction intervenue sur le capital d'Intercall

La vente d'Intercall à Financière LR est intervenue le 28 novembre 2008, au terme d'un processus de vente compétitif, entamé le 26 août 2008. Au terme de ce processus, seule Financière LR a déposé une offre ferme. La transaction, portant sur 88,63 % du capital, constitue a priori une référence pertinente.

Comme mentionné précédemment, étant nommé à la direction de la Société depuis près de trois mois au moment de l'acquisition, Monsieur Lionel Rozenberg avait une connaissance approfondie du fonctionnement et des perspectives de l'entreprise. Au moment de cette transaction, l'initiateur envisageait déjà de déposer une requête auprès du Tribunal de Commerce de Nanterre aux fins de modifier le plan d'apurement des passifs de redressement judiciaire, l'évolution défavorable des délais de paiement et les besoins d'investissement relatifs à la mise en place d'une nouvelle plateforme technique étant connus. Toutefois, les conséquences chiffrées d'un amendement au plan de continuation ne pouvaient qu'être estimées au moment de la transaction, ce qui justifie que le prix de 2 € proposé dans le cadre de l'Offre soit supérieur à celui de la transaction, soit 1,58 €

Par rapport au prix de la transaction, l'Offre fait ressortir une prime de 26,6 %. Compte tenu des événements survenus depuis cette dernière, nous ne le retenons qu'à titre secondaire.

5. ANALYSE CRITIQUE DES TRAVAUX DE L'EVALUATEUR

Conformément à l'instruction 2006-08 du 25 juillet 2006, nous avons conduit une analyse du rapport d'évaluation réalisé par le ou les conseils de l'initiateur.

Dans le cadre de la présente opération, les travaux d'évaluation ont été établis par Oddo Corporate Finance (ci-après l' « Evalueur »). Nos travaux et ceux de l'Evalueur reposent sur les mêmes informations et les mêmes documents que ceux remis par la direction de la Société et les représentants de l'Initiateur.

Au cours de notre mission, nous nous sommes entretenus avec les professionnels en charge de l'évaluation au sein de d'Oddo Corporate Finance. L'analyse du rapport d'évaluation nous conduit à formuler les observations suivantes.

La méthodologie retenue par l'Evalueur est proche de celle que nous avons mise en œuvre. Tout comme dans nos travaux, la référence à l'actif net comptable ainsi que les méthodes de l'ANR, du rendement, des comparables boursiers et des transactions comparables ont été écartées.

L'actualisation des flux de trésorerie et la cession du bloc de titres Intercall à Financière LR au prix de cession de 1,58 € sont les deux approches considérées les plus pertinentes. Pour notre part, nous privilégions l'approche par l'actualisation des flux, la transaction n'étant retenue qu'à titre secondaire dans la mesure où l'incidence sur la valeur des actions, des abandons de créance obtenus suite au jugement du 3 mars 2009 (cf. supra), ne pouvaient être pleinement pris en compte à la date d'acquisition du bloc de contrôle.

Le critère du cours de bourse est présenté à titre secondaire, ce qui nous semble justifié au vu de la faible liquidité du titre. Tout comme l'Evalueur, nous retenons comme date de référence le 24 novembre 2008, correspondant au dernier cours coté avant annonce de la cession d'Intercall à Financière LR. Ce cours reflète la valeur de la Société dans un contexte d'adossement économique et financier à un groupe international, à défaut de disposer de cours pouvant refléter en connaissance de cause la valeur après sortie du périmètre de Telecom Italia.

La mise en œuvre de l'approche par les flux futurs de trésorerie conduit l'Evalueur à une valeur centrale de 1,67 € par action, inférieure de 22 centimes d'euros à celle retenue dans nos travaux, soit de 11,6 %. Nos divergences sont résumées

ci-après.

- S'agissant de l'extrapolation du plan d'affaires après 2011, les écarts portent sur les points suivants :
- . L'Evalueur retient un taux de croissance de 1,5 % du chiffre d'affaires contre 1 % dans nos travaux, puis un taux de 1 % de croissance à l'infini contre 0 %. Au vu des tendances du marché des cartes prépayées, les taux de 1,5 %, sur la période d'extrapolation, et de 1 % à l'infini constituent, selon nous des hauts de fourchette que nous intégrons dans les tests de sensibilité de la valeur.
- . D'autre part, l'Evalueur fait converger le taux d'EBE vers 1,5 % sur la période d'extrapolation, contre 1,5 % dès 2012 dans nos travaux, y compris pour le calcul du cash flow normatif. A l'inverse, il fige à 1,6 % la marge d'EBE pour le calcul de la

valeur finale. Par solde, ces deux effets contraires ont un impact négatif comparé à nos travaux.

- Concernant les l'évolution de l'EFR, l'Evaluateur retient des hypothèses légèrement moins favorables, notamment en termes de délai de règlement des clients.
- L'Evaluateur retient la dette de redressement judiciaire à sa valeur faciale. Comme mentionné précédemment, pour notre part, nous appliquons une décote de 7 %, cette dette n'étant pas rémunérée et étant adossée à un actif de trésorerie. Cette différence de traitement induit un écart de 23 centimes sur la valeur.
- Le taux d'actualisation de 13 % retenu par l'Evaluateur, repose sur une prime de marché prospective de 8,50 %, établie à la date de l'évaluation, ou prime « spot », qui reflète, selon nous, le niveau élevé d'aversion au risque des investisseurs boursiers, dans le contexte financier actuel. Dans une optique d'investissement à long terme, nous avons préféré retenir une prime moyenne calculée à partir des données communiquées dans les notes d'opérations au cours d'une période de 12 mois précédant ces travaux. Inversement, l'Evaluateur retient un bêta sectoriel de 0,8 qui reflète, selon nous, le niveau de risque systématique des grands opérateurs télécoms. Pour notre part, nous estimons plus élevé le risque des opérateurs spécialisés comme Intercall, ces derniers ayant des revenus moins diversifiés et moins stables. En conséquence, nous retenons un bêta de 1,3. Par solde, le taux d'actualisation appliqué à notre modèle est plus élevé de 100 points de base que celui de l'Evaluateur, ce qui a un impact négatif de 16 centimes sur la valeur.

L'incidence de ces écarts sur la VE et les ajustements bilanciaux sont résumés dans le tableau ci-après :

En K€	Evaluateur	Expert	Ecart	Ecart en € par action
VE	190	143	(47)	(0,06)
Valeur des déficits	135	176	41	0,05
Trésorerie	3 745	3 745	(0)	(0,00)
Valeur des passifs de RJ	(2 719)	(2 536)	183	0,23
Valeur de fonds propres	1 351	1 527	176	0,22
Nombre d'actions	807 060	807 060		
Valeur par action	1,67	1,89	0,22	

En conclusion, l'analyse des travaux effectués par Oddo Corporate Finance ne révèle pas de divergences méthodologiques majeures. Les différences entre les deux approches se traduisent par un écart de valorisation relativement marginal qui ne remet pas en cause les conclusions que nous tirons respectivement sur le caractère pertinent de la méthode d'évaluation et sur l'existence d'une prime du prix offert par rapport à la valeur obtenue selon ce critère.

6. CONCLUSION

Le tableau ci-après synthétise les fourchettes de valeur de l'action Intercall auxquelles nous parvenons ainsi que les primes et décotes extériorisées par le prix de 2 € par action proposé dans le cadre de l'Offre par rapport à ces valeurs.

BM&A						
	Valeur par action			Prime / (Décote)		
	min.	centrale	max.	min.	centrale	max.
Valeurs de marché						
Cours moyen pondéré au 24 novembre 2008						
6 mois		1,51 €			32,2%	
3 mois		1,58 €			26,2%	
20 jours		1,58 €			26,7%	
Cours de clôture au 24 novembre 2008		1,58 €			26,6%	
Approche intrinsèque						
Actualisation des flux futurs de trésorerie						
Sur la base de l'arrêté de comptes au 31 mars 2009	1,74 €	1,89 €	2,04 €	14,9%	5,7%	(2,0)%
Transactions récentes sur le capital de la société						
Acquisition d'Intercall par Financière LR le 28 novembre 2008		1,58 €			26,6%	

Avant toute analyse des résultats obtenus, il convient de rappeler que la présente Offre porte sur les titres d'une société qui n'a pas fait de manière pérenne la démonstration de sa rentabilité quel qu'ait été le business model développé. Il en a résulté un parcours boursier décevant, marqué en 2001 par un placement en redressement judiciaire et par des opérations de recapitalisation fortement dilutives pour les actionnaires historiques, puis par un lent repli du cours à compter de 2002 contre la tendance du marché de l'époque.

A l'issue de cette période, qui a vu le retrait de France de Telecom Italia, son actionnaire, Intercall a été cédée à Financière LR au terme d'un processus d'enchères qui n'a suscité qu'un faible intérêt parmi les repreneurs possibles.

Nos travaux nous ont conduits à ne retenir le critère du cours de bourse et la transaction récente sur le capital d'Intercall qu'à titre secondaire. Par delà la pertinence relative d'un cours de bourse caractérisé par un flottant et une rotation faibles, une cotation aléatoire et une absence de suivi des analystes, ces critères ne tiennent pas compte, ou tiennent compte de façon imparfaite, de l'incidence des éléments suivants sur la valeur :

- positive, s'agissant des abandons de créances, qui ne sont acquises que début mars 2009 ;
- négative, concernant la fin de l'adossment à un groupe de taille importante en tant que telle, et des conséquences pour Intercall en particulier que sont la remise en cause des conditions de règlement favorables de son fournisseur principal.

Ces éléments n'étaient qu'estimés s'agissant de Financière LR, et ignorés par les actionnaires minoritaires.

Ceci étant posé, le plan d'affaires sur lequel se fonde notre méthode d'évaluation retenue à titre principal (l'actualisation des flux futurs de trésorerie) conduit à une fourchette de valeurs comprise entre 1,74 € et 2,04 € par action Intercall sur des hypothèses volontaristes telles que la progression de l'activité sur un marché en déclin structurel, le redressement des marges ou la reconquête progressive de la confiance des fournisseurs, et ce, en dépit de l'absence d'adossment à un groupe international.

Par ailleurs, la valeur des déficits fiscaux ne nous semble pas pouvoir être appréhendée au-delà du niveau retenu dans nos travaux dans la mesure où cela supposerait des opérations de restructuration, lesquelles, d'une part, ne sont pas envisagées par l'Initiateur, et qui, d'autre part, seraient soumises à l'agrément de l'administration fiscale dont l'obtention paraît peu

probable en l'état. Le peu de succès rencontré par la mise aux enchères du bloc de contrôle indique que les repreneurs potentiels sont parvenus, eux aussi, à une conclusion similaire.

Enfin, le niveau des capitaux propres de la Société rendra nécessaire à court terme une recapitalisation par l'Initiateur qui conduira inévitablement, soit à la dilution des actionnaires historiques, soit à l'obligation de leur part à souscrire à celle-ci.

Ainsi, au-delà de la prime offerte par rapport aux valeurs obtenues par la mise en œuvre des différentes méthodes d'évaluation, l'Offre confère aux actionnaires minoritaires une liquidité immédiate de leurs titres à un prix qui reflète, selon nous, la totalité du potentiel de valorisation de la Société.

En conséquence, notre opinion est que le prix de 2 € par titre offert dans le cadre de la présente Offre est équitable du point de vue financier pour les actionnaires minoritaires d'Intercall.

A l'issue de l'Offre, s'il détient 95 % ou plus du capital et des droits de vote d'Intercall, l'Initiateur se réserve la faculté de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire.

Dans l'hypothèse où cette opération interviendrait dans un délai de trois mois au terme de l'Offre et au regard des informations dont nous disposons à la date du présent rapport, notre opinion est que le prix de 2 € par action Intercall, qui serait proposé dans le cadre de ce retrait obligatoire serait équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société.

Fait à Paris, le 27 avril 2008,

Bellet Mullenbach & Associés

Thierry Bellot Pierre Béal

Associés

3 OBSERVATIONS DU COMITE D'ENTREPRISE

Non applicable.

4 ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SUR SON ISSUE

4.1 ACCORDS AUXQUELS LA SOCIETE EST PARTIE

La Société n'est partie à aucun accord susceptible d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'offre publique d'achat simplifiée ou sur son issue.

4.2 ACCORDS DONT LA SOCIETE A CONNAISSANCE

La Société n'a connaissance d'aucun autre accord susceptible d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'offre publique d'achat simplifiée ou sur son issue.

5 INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE VISEE PAR L'OFFRE

5.1 STRUCTURE DU CAPITAL

Intercall est une société anonyme au capital de 807.060 euros, divisé en 807.060 actions d'un nominal de 1,00 euro chacune.

La répartition actuelle du capital et des droits de vote d'Intercall est la suivante :

	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% des droits de vote
Financière LR	715.328	88,63 %	715.328	88,63 %
Public	91.732	11,37 %	91.732	11,37 %
Total	807.060	100 %	807.060	100 %

Statuts : Les derniers statuts à jour au 2 janvier 2009 ont été déposés au greffe du tribunal de commerce de Paris.

5.2 RESTRICTIONS A L'EXERCICE DU DROIT DE VOTE ET AU TRANSFERT D' ACTIONS

5.2.1 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote, aux transferts d'actions ou les clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L.233-11

Les statuts de la société Intercall ne comportent pas de restrictions relatives au transfert d'actions.

5.2.2 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote

Aucun accord entre actionnaires de la Société pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote n'a été porté à la connaissance de la Société.

5.3 DROIT DE VOTE DOUBLE

La Société ne dispose pas de droits de vote double.

5.4 MECANISMES DE CONTROLE PREVUS DANS UN EVENTUEL SYSTEME D' ACTIONNARIAT DU PERSONNEL

Néant.

5.5 LES REGLES APPLICABLES A LA NOMINATION ET AU REMPLACEMENT DES MEMBRES DU CONSEIL D' ADMINISTRATION AINSI QU' A LA MODIFICATION DES STATUTS DE LA SOCIETE

Les membres du conseil d'administration sont nommés pour une durée de trois ans par l'assemblée générale ordinaire des actionnaires. Leurs fonctions prennent fin à l'issue de la réunion de l'assemblée générale ordinaire des actionnaires ayant statué sur les comptes de

l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire le mandat dudit administrateur.

Les administrateurs sont indéfiniment rééligibles. Ils peuvent être révoqués à tout moment par décision de l'assemblée générale ordinaire.

L'assemblée générale extraordinaire peut modifier les statuts dans toutes leurs dispositions. Elle ne délibère valablement que si les actionnaires présents ou représentés possèdent au moins, sur première convocation, le cinquième des actions ayant le droit de vote. Les décisions sont prises à la majorité des deux tiers des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés.

5.6 POUVOIRS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION, EN PARTICULIER L'EMISSION OU LE RACHAT D'ACTIONS

Le conseil d'administration ne dispose d'aucune autorisation octroyée par l'assemblée générale des actionnaires relative à un programme de rachat de ses propres actions.

5.7 ACCORDS CONCLUS PAR LA SOCIETE QUI SONT MODIFIES OU PRENNENT FIN EN CAS DE CHANGEMENT DE CONTROLE DE LA SOCIETE

Néant

5.8 ACCORDS PREVOYANT DES INDEMNITES POUR LES MEMBRES DU CONCEIL D'ADMINISTRATION OU LES SALAIRES, S'ILS DEMISSIONNENT OU SONT LICENCIES SANS CAUSE REELLE ET SERIEUSE OU SI LEUR EMPLOI PREND FIN EN RAISON D'UNE OFFRE PUBLIQUE

Néant

6 INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Les trois membres du conseil d'administration de la Société doivent conformément à l'article 14 des statuts de la Société, conserver la propriété d'une action 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.

7 NOMBRE ET NATURE DES TITRES DE LA SOCIETE VISEE QUE CELLE-CI DETIENT DEJA, DIRECTEMENT OU INDIRECTEMENT, SEULE OU DE CONCERT, OU QU'ELLE PEUT DETENIR A SA SEULE INITIATIVE, AINSI QUE LA DATE ET LES CONDITIONS AUXQUELLES LEUR ACQUISITION A ETE OU PEUT ETRE REALISEE

A ce jour, la Société ne détient aucune action d'auto-contrôle.

8 AUTRES INFORMATIONS CONCERNANT INTERCALL

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables d'Intercall figureront dans le document qui sera déposé auprès de l'AMF au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre et ce, conformément aux dispositions de l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF.

Des exemplaires de ce document sont disponibles sans frais auprès de la société Intercall, située 24 rue Emile Menier – 75116 Paris sur son site Internet (www.intercall.fr) et celui de

l'Autorité des marchés financiers (www.amf-france.org), ainsi qu'auprès de Oddo Corporate Finance, 12, boulevard de la Madeleine, 75009 Paris.

9 PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION EN REPOSE

"A ma 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."

Fait à Paris
Le 14 mai 2009

Lionel Rozenberg
Président Directeur Général