

Serge ANOUCHIAN

73, boulevard Haussmann
75008 PARIS

Thierry BELLOT

11, rue de Laborde
75008 PARIS

HI MEDIA

Société anonyme au capital de 4.031.499,50 €

15-17, rue Vivienne - 75002 Paris

RCS PARIS 418 093 761

AdLINK MEDIA DEUTSCHLAND GMBH

Kaistrasse 20 B,

40.221 Dusseldorf

APPORT DE TITRES AdLINK MEDIA DEUTSCHLAND GMBH

CONSENTI PAR AdLINK INTERNET MEDIA AG

A LA SOCIETE HI MEDIA

**RAPPORT DES COMMISSAIRES AUX APPORTS
SUR LA REMUNERATION DES APPORTS**

**APPORT DE TITRES AdLINK MEDIA DEUTSCHLAND GMBH
CONSENTI PAR AdLINK INTERNET MEDIA AG
A LA SOCIETE HI MEDIA**

**RAPPORT DES COMMISSAIRES AUX APPORTS
SUR LA REMUNERATION DES APPORTS**

Par ordonnance de Monsieur le Président du Tribunal de Commerce de Paris en date du 6 mai 2009, nous avons été désignés en qualité de commissaires aux apports dans le cadre du projet d'apport de titres de la société de droit allemand AdLink Media Deutschland GmbH par la société de droit allemand AdLink Internet Media AG au bénéfice de la société Hi Media de droit français.

Les titres de la société Hi Média, société Bénéficiaire des apports, étant admis sur un marché réglementé, la société Hi Media a demandé, conformément aux recommandations de l'Autorité des Marchés Financiers, une extension de notre mission à l'appréciation du caractère équitable de la rémunération des apports. Dans ce cadre, nous avons établi le présent rapport, étant précisé que notre appréciation sur la valeur des apports fait l'objet d'un rapport distinct.

La rémunération des apports a été arrêtée dans la convention d'apport signée par les représentants des sociétés concernées en date du 6 juillet 2009. Il nous appartient d'exprimer un avis sur le caractère équitable du rapport d'échange. A cet effet, nous avons effectué nos diligences conformément à la doctrine de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes applicable à cette mission : cette doctrine requiert la mise en œuvre de diligences destinées, d'une part, à vérifier que les valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés participant à l'opération sont pertinentes et, d'autre part, à analyser le positionnement du rapport d'échange par rapport aux valeurs relatives jugées pertinentes.

A aucun moment nous nous sommes trouvés dans l'un des cas d'incompatibilité, d'interdiction ou de déchéance prévu par la loi. Conformément à l'ordonnance de désignation, nous avons adressé aux dirigeants des sociétés Hi Media et AdLink une attestation d'indépendance et d'impartialité.

Le présent rapport comprend les parties suivantes :

1. Présentation de l'opération et description des apports
2. Vérification de la pertinence des valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés participant à l'opération
3. Appréciation du caractère équitable du rapport d'échange proposé

1 PRESENTATION DE L'OPERATION ET DESCRIPTION DES APPORTS

1.1 SOCIETES CONCERNEES PAR L'OPERATION

1.1.1 Hi Media, société Bénéficiaire des apports

Hi Media est une société anonyme au capital de 4.031.499,50 euros, dont le siège social est situé au 15-17 rue Vivienne, 75002 Paris, France. Elle est immatriculée sous le numéro 418 093 761 au RCS de Paris.

1.1.2 AdLINK Internet Media AG, société apporteuse

AdLINK Internet Media AG est une société de droit allemand au capital de 26.205.890 euros, dont le siège social est situé Elgendorfer Str. 57, 56410 Montabaur, Allemagne.

1.1.3 AdLINK Media Deutschland GmbH, société dont les titres sont apportés

La société AdLINK Media Deutschland GmbH est une société de droit allemand dont le siège social est situé Kaistraße 20B, 40221 Düsseldorf.

1.2 PRESENTATION DE L'OPERATION

Hi Media est une société anonyme française dont les actions sont admises aux négociations sur le marché Euronext Paris SA, qui est présente sur les métiers de la régie publicitaire sur Internet, du micropaiement et de l'édition de sites Internet.

A l'issue des opérations de réorganisation prévues dans le cadre du protocole d'accord annexé à la convention d'apport, la société AdLINK Media Deutschland GmbH aura pour principale activité la gestion de la publicité en ligne.

Selon l'engagement contractuel rédigé en langue anglaise intitulé "Business Combination Agreement" (le « protocole d'accord »), conclu en date du 5 juillet 2009 entre les parties et United Internet AG, actionnaire de l'Apporteur, décrivant les modalités du rapprochement entre Hi Media et l'Apporteur, les parties sont notamment convenues, sous réserve de certaines conditions, de réaliser les opérations suivantes aux termes desquelles Hi Media détiendra la totalité des actions représentant le capital social de la société dont les titres sont apportés :

- (i) Dans le cadre d'une augmentation de capital par apport en nature de titres, AdLINK Internet Media AG, Apporteur, apportera 12.660 actions de la société AdLINK Media Deutschland GmbH qu'il détient à Hi Media. A l'issue de cet apport, l'Apporteur détiendra 8,90 % du capital social de Hi Media.
- (ii) Préalablement à la réalisation dudit apport, la société dont les titres sont apportés aura reçu (i) les titres des sociétés suivantes : Net:dialogs GmbH (Allemagne), AdLINK Internet Media SAS (France), AdLINK Internet Media SRL (Italie), AdLINK Internet Media BV (Pays-Bas), AdLINK Internet Media NV (Belgique), AdLINK Internet Media SLU (Espagne), AdLINK Internet Media Ltd (Angleterre) et (ii) l'activité de régie publicitaire logée au sein de l'Apporteur et de la société AdLINK Internet Media GmbH Deutschland.

Aux termes du protocole d'accord, les parties sont convenues de conclure entre elles une convention d'apport de titres ayant pour objet de fixer les conditions et modalités selon lesquelles l'Apporteur fait apport au Bénéficiaire de 12660 actions de la société AdLINK Media Deutschland GmbH.

Apport de titres AdLINK Media Deutschland GmbH

Par ailleurs, les actions représentant le solde du capital d'AdLINK Media Deutschland GmbH, soit 13 340 actions, seront acquises par Hi Media et réglées à travers un crédit vendeur de 12,2 M€ et le transfert à AdLINK Internet Media AG de 795 000 actions Hi Media autodétenues.

1.3 APPORT ET REGIME JURIDIQUE DE L'APPORT

1.3.1 Apport

Sous réserve de garanties données par l'Apporteur au Bénéficiaire et des conditions visées à l'article 8 de la convention d'apport, l'Apporteur apporte au Bénéficiaire, dans les termes et conditions fixés par la convention d'apports et sous les garanties prévues au troisième alinéa de l'article 1843-3 du Code civil, la pleine propriété de 12.660 actions de la société AdLINK Media Deutschland GmbH.

1.3.2 Régime juridique et régime fiscal de l'Apport

Les parties soumettent l'apport au régime juridique de droit commun des apports en nature.

Pour la perception des droits d'enregistrement, les parties déclarent que l'apport constitue un apport réalisé à titre pur et simple soumis au droit fixe de cinq cents euros (500 €) prévu à l'article 810-I du Code général des impôts.

1.4 EVALUATION DES ACTIONS APORTEES ET REMUNERATION DES APPORTS

Les parties sont convenues d'un commun accord de valoriser la société AdLINK Media Deutschland GmbH 29.382.878 euros, soit 1130,11 € par action, et Hi Media à 146.343.431,85 euros, soit 3,63 € par action.

Ces valeurs ont été déterminées après une évaluation financière multicritères et plus spécifiquement le développement des méthodes suivantes :

S'agissant d'Hi Media,

- la performance boursière récente ;
- les cours-cible établis par les analystes couvrant le titre ;
- les multiples boursiers d'un échantillon de sociétés comparables ;
- l'actualisation des flux de trésorerie disponibles.

S'agissant d'AdLINK Media Deutschland GmbH,:

- les multiples boursiers ;
- l'actualisation des flux de trésorerie disponibles.

Les méthodes suivantes ont été écartées :

- l'actif net réévalué ;
- les transactions comparables ;
- l'actualisation des dividendes.

Sur cette base, le rapport d'échange entre les actions d'AdLINK Media Deutschland GmbH apportées et les actions d'Hi Media reçues en rémunération de l'apport d'AdLINK Internet Media AG a été fixé par la Convention d'apport à 0,0032132 actions de la société AdLINK Media Deutschland GmbH pour une action Hi Media, correspondant à l'échange de 311,21643 actions d'Hi Media pour 1 action d'AdLINK Media Deutschland GmbH apportée.

1.5 VALEUR DE L'APPORT

La valeur de l'apport a été fixée à 14.302.200 euros, soit 1129,72 € par action.

1.6 REMUNERATION DE L'APPORT ET AUGMENTATION DE CAPITAL

1.6.1 Rémunération de l'Apport

En rémunération de son apport, l'Apporteur recevra 3.940.000 actions nouvelles d'Hi Media d'une valeur nominale de 0,10 euro, qui seront émises par le Bénéficiaire à titre d'augmentation de capital, assorties d'une prime d'apport de 13.908.200 euros égale à la différence entre la valeur des apports, soit 14.302.200 euros, et l'augmentation nominale de capital, soit 394.000 euros.

Cette prime d'apport, sur laquelle porteront les droits des actionnaires et qui sera inscrite au passif du bilan de la société Bénéficiaire, pourra recevoir toute affectation qui sera décidée par l'assemblée générale des actionnaires conformément à la loi, et notamment être utilisée pour compenser les frais relatifs au présent apport.

Comme indiqué précédemment, à l'issue de l'apport, l'Apporteur, AdLINK Internet Media AG, détiendra 8,90 % du capital et des droits de vote de la société Hi Media.

1.6.2 Augmentation de capital du Bénéficiaire

La propriété des nouvelles actions Hi Media sera acquise à la société apporteuse à la date de réalisation définitive des opérations.

Les nouvelles actions Hi Media ainsi créées seront intégralement libérées et soumises à toutes les stipulations des statuts, jouiront des mêmes droits et supporteront les mêmes charges que les actions anciennes, à compter de la date de réalisation définitive. Les nouvelles actions Hi Media créées en rémunération de l'apport seront librement transférables et négociables dès la date de réalisation définitive de l'opération. Elles feront l'objet d'une demande d'admission aux négociations sur le marché Euronext Paris, sur la même ligne de cotation que les actions Hi Media existantes (code ISIN : FR0000075988) afin d'être admises aux négociations au plus tard dans les 5 jours ouvrés de la date de réalisation définitive.

1.7 DATE DE REALISATION, PROPRIETE ET JOUISSANCE DES ACTIONS APORTEES

L'apport sera matérialisé au jour de la réunion du conseil d'administration de la société Bénéficiaire, en vertu des pouvoirs qui lui ont été conférés par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires du Bénéficiaire en date du 30 avril 2009, afin de procéder à l'augmentation de capital en vue de rémunérer l'apport.

La société Bénéficiaire aura la pleine propriété des actions apportées à compter de la date de réalisation.

Les actions apportées sont transférées avec tous les droits et obligations qui y sont attachés, et la société Bénéficiaire en aura la jouissance avec effet à compter de la date de réalisation.

L'Apporteur déclare et garantit que l'apport n'est soumis à aucune autorisation ni restriction autres que celles désignées à l'article 8 de la convention d'apport.

L'Apporteur devra, à première réquisition de la société Bénéficiaire, concourir à l'établissement de tous les actes complémentaires, modificatifs, réitératifs ou confirmatifs de la convention d'apport et fournir

toutes justifications et signatures qui pourraient être nécessaires pour faire opérer la transmission régulière des actions apportées et la rendre opposable aux tiers.

1.8 DECLARATIONS ET GARANTIES DE L'APPORTEUR

L'Apporteur a déclaré et garanti :

- « qu'à compter de la réalisation de la réorganisation, il détiendra en pleine propriété les actions apportées et celles-ci seront libres de tous nantissements, droits de tiers, charges ou autres sûretés.
- qu'à ce jour et au jour de la date de réalisation, il a et aura la capacité (i) pour conclure les présentes et (ii) est valablement engagé par les obligations qui découlent de la convention ».

2 VERIFICATION DE LA PERTINENCE DES VALEURS RELATIVES ATTRIBUEES AUX ACTIONS DES SOCIETES PARTICIPANT A L'OPERATION

2.1 DILIGENCES EFFECTUEES

Nous avons effectué les diligences que nous avons estimées nécessaires selon la doctrine de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes pour apprécier la pertinence des valeurs retenues dans le projet de convention d'apport pour déterminer le rapport d'échange des actions d'AdLINK Media Deutschland GmbH apportées et des actions d'Hi Media créées en rémunération.

Nous nous sommes entretenus avec le management de la société Hi Media ainsi que ses conseils juridiques et financiers afin de comprendre les activités des sociétés parties à l'opération et leurs perspectives de développement et examiner le contexte et les modalités de l'opération projetée.

Pour apprécier la pertinence des valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés parties à l'opération, nous avons effectué des diligences spécifiques qui ont principalement consisté à :

- prendre connaissance du contexte et des modalités de l'opération, en examinant en particulier le protocole d'accord conclu entre les sociétés Hi Media et AdLINK Internet Media et United Internet AG en date du 6 juillet 2009 ;
- examiner la convention d'apport ;
- examiner les travaux d'évaluation de Société Générale Corporate & Investment Banking ;
- analyser les comptes historiques, le consensus des prévisions des analystes financiers afférentes à la société Hi Media et le plan d'affaires de la société AdLINK Media Deutschland GmbH au travers du rapport d'évaluation de Société Générale Corporate & Investment Banking, des rapports de due diligence sur la société AdLINK Media Deutschland GmbH effectués par des cabinets d'audit et de conseil désignés par Hi Media ;
- nous assurer qu'aucun élément récent n'est de nature à remettre en cause le consensus de prévisions sur la société Hi Media et les hypothèses structurantes du plan d'affaires de la société AdLINK Media Deutschland GmbH en demandant au management des sociétés parties à l'opération de nous confirmer par écrit que les hypothèses retenues dans les plans d'affaires et reprises dans les travaux d'évaluation de Société Générale Corporate & Investment Banking correspondent à leurs meilleures estimations à la date du présent rapport.

2.2 COMMENTAIRES

Nous avons examiné les travaux d'évaluation réalisés par Société Générale Corporate & Investment Banking à partir des documents et informations qui lui ont été communiqués par le management des sociétés parties à l'opération. Nous avons vérifié la correcte mise en œuvre des méthodes d'évaluation retenues par l'évaluateur en nous appuyant notamment sur les informations disponibles à partir de la base de données financières Thomson One Banker et les études d'analystes relatives aux sociétés comparables.

Comme indiqué précédemment, Société Générale Corporate & Investment Banking a mis en œuvre une approche multicritère des valeurs qui l'a conduit d'une part à écarter l'actualisation des dividendes, le critère de l'actif net comptable, la méthode de l'actif net réévalué et les transactions comparables et, d'autre part à développer la méthode des flux futurs de trésorerie actualisés, le cours de bourse de la société Hi Media et l'approche analogique (comparables boursiers).

Apport de titres AdLINK Media Deutschland GmbH

La valeur par action d'Hi Media a été déterminée après prise en compte de l'ensemble des instruments dilutifs existants : options de souscription et actions gratuites.

Approche par les flux de trésorerie actualisés

Les travaux d'évaluation par les flux futurs de trésorerie actualisés ont été mis en œuvre sur la base :

- pour Hi Media, du consensus 2009-2011 des analystes financiers qui suivent le titre Hi Media extrapolé jusqu'en 2018 par l'évaluateur sur la base de discussions avec le management d'Hi Media ;
- pour AdLINK Media Deutschland GmbH, du plan d'affaires 2009-2012 établi par le management d'AdLINK Media Deutschland GmbH et revu par Hi Media, extrapolé jusqu'en 2018 sur la base de discussions avec le management d'Hi Media.

S'agissant d'Hi Media, le consensus n'appelle pas de commentaires particuliers de notre part.

La valeur des fonds propres d'Hi Media retenue par l'évaluateur, se situe dans une fourchette de 237,5 M€ à 276,6 M€.

Le plan d'affaires de la société AdLINK Media Deutschland GmbH repose pour sa part pour l'essentiel sur la capacité de la société à proposer aux annonceurs des prestations globales relatives à leurs campagnes publicitaires sur Internet. Le prix de la prestation payé par l'annonceur est constitué du prix de l'espace publicitaire, du conseil quant au choix des supports ainsi que du coût des prestations techniques de mise en ligne, de diffusion et de suivi des campagnes et le recouvrement des factures émises.

Selon les informations qui nous ont été communiquées par le management d'Hi Media, le dynamisme du marché de la régie publicitaire devrait permettre à la société de développer son chiffre d'affaires. N'étant pas nous même des professionnels du secteur, nous nous sommes fait confirmer par écrit par le management de la société que ces prévisions correspondent à leurs meilleures estimations à la date de notre rapport.

Société Générale Corporate & Investment Banking retient un taux d'actualisation relativement élevé de 12,20 % qui nous paraît justifié en l'espèce en raison du risque d'absence de réalisation de l'ensemble des hypothèses du plan d'affaires du management.

Société Générale Corporate & Investment Banking a également mis en œuvre la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie sur la base d'un plan d'affaires de la société intégrant des synergies, estimées par le management d'Hi Media.

La valeur des fonds propres d' AdLINK Media Deutschland GmbH retenue par l'évaluateur, qui se situe dans une fourchette de 45,9 M€ à 93,3 M€, correspond d'une part à la valeur basse issue de la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie, développée sur la base du plan d'affaires du management de la société hors synergies et, d'autre part à la valeur haute résultant de la méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie développée sur la base du plan d'affaires d'AdLINK Media Deutschland GmbH après synergies.

Nous avons mené une analyse de sensibilité sur le taux d'actualisation et le taux de croissance perpétuel qui a démontré une sensibilité relativement faible des deux modèles à une variation de ces paramètres. La valeur des capitaux propres d'AdLINK Media Deutschland GmbH ressortant de nos analyses s'établit entre 40,2 M€ (plan d'affaires hors synergies) et 80,4 M€ (plan d'affaires avec synergies). Celle d'Hi Media entre 191,9 M€ et 250 M€.

Approche Boursière

L'évaluateur a mis en oeuvre les approches analogiques et la méthode des flux de trésorerie, en précisant que cette dernière méthode est retenue à titre principal. A l'instar de l'évaluateur, nous estimons également que l'approche par les flux de trésorerie actualisés constitue au cas présent l'approche privilégiée dans la mesure où elle permet à la fois de tenir compte des perspectives de croissance de la société AdLINK Media Deutschland GmbH et du risque associé au caractère récent de l'entreprise et au marché sur lequel elle intervient.

Pour l'approche boursière, l'évaluateur a déterminé :

- la valeur de marché des titres AdLINK Media Deutschland GmbH à partir de la méthode des comparables boursiers ;
- la valeur des titres Hi Media à partir de la méthode des comparables boursiers, complétée d'une analyse du cours de bourse de la société appréciée sur différentes périodes (jusqu'à 1 an) et des objectifs de cours des analystes couvrant la valeur.

Aucune société directement comparable aux sociétés Hi Media et AdLINK Media Deutschland GmbH n'a pu être identifiée tant par l'évaluateur que par nous-mêmes. Dès lors, concernant la société Hi Media, trois panels de sociétés ont été constitués, respectivement de 5 sociétés exerçant une activité de régie publicitaire sur internet, de 4 sociétés exerçant une activité de micro paiement et de 4 sociétés spécialisées dans le contenu de sites Internet. Nous n'avons pas identifié d'autres sociétés cotées comparables susceptibles de compléter les échantillons déterminés par l'évaluateur.

La valeur d'Hi Media a ensuite été déterminée à partir de la moyenne des multiples de valorisation de 2009 et de 2010 de ces trois échantillons, pondérée par la contribution de chacune de ces activités au résultat opérationnel d'Hi Media. La fourchette de valorisation retenue par l'évaluateur est comprise entre 133,1 M€ et 191,1 M€.

S'agissant de la société AdLINK Media Deutschland GmbH, l'évaluateur a retenu un seul échantillon de sociétés cotées comparables, constitué des 5 sociétés exerçant l'activité de régie publicitaire. La valeur d'AdLINK Media Deutschland GmbH a été ensuite calculée à partir de la moyenne des multiples de valorisation de 2009 et de 2010 de cet échantillon. Au final, l'évaluateur retient une fourchette de valorisation comprise entre 8,8 M€, sur la base du plan d'affaires AdLINK Media Deutschland GmbH hors synergies et du multiple « valeur d'entreprise / Ebit » de 2010 et 39,1 M€, à partir du plan d'affaires AdLINK Media Deutschland GmbH avec synergies et du même multiple « valeur d'entreprise / Ebit » de 2010.

Dans nos travaux, en raison de la forte croissance prévue de l'activité de la société AdLINK Media Deutschland GmbH, nous ne retenons également que les multiples « valeur d'entreprise / Ebitda » et « valeur d'entreprise / Ebit » de 2010. En effet, l'application des multiples 2008 et 2009 de sociétés matures aux agrégats financiers 2008 et 2009 de la société AdLINK Media Deutschland GmbH, en phase de fort développement, ne nous semble pas pertinente. Cette appréciation est confortée par l'importante amplitude de la fourchette de valeur des fonds propres d'AdLINK Media Deutschland GmbH déterminée par l'évaluateur. Sur la base de nos travaux, la valeur d'AdLINK Media Deutschland GmbH appréhendée par la méthode des comparables boursiers se situe entre 10 M€ et 46,3 M€ soit des niveaux de valorisation supérieurs à ceux de l'évaluateur en raison d'une sélection de sociétés comparables retenues dans notre panel plus restreinte. S'agissant d'Hi Media, la fourchette s'établit entre 136,4 M€ et 178,3 M€.

3 APPRECIATION DU CARACTERE EQUITABLE DU RAPPORT D'ECHANGE PROPOSE

Nous constatons que le rapport d'échange retenu par les parties se situe dans les fourchettes données par Société Générale Corporate & Investment Banking et nos propres travaux. Mais, en se positionnant globalement dans le bas de celles-ci, il apparaît donc plutôt favorable à Hi Media.

AdLINK Media Deutschland GmbH est une société dont les perspectives de croissance apparaissent importantes, mais une part significative de sa valeur repose sur la bonne la réalisation de son plan d'affaires qui présente par nature un caractère aléatoire, dépendant notamment des conditions de marché et de la capacité de la société à proposer aux annonceurs des prestations globales relatives à leurs campagnes publicitaires sur Internet et à réaliser ses objectifs. Notre analyse des hypothèses structurantes de ce plan d'affaires avec le management de la société Hi Media, constitué de professionnels de la régie publicitaire sur Internet, ne nous a pas conduit à identifier d'élément de nature à les remettre en cause.

Il convient de rappeler que la société Hi Media s'est engagée à acquérir le solde des actions AdLINK Media Deutschland GmbH au même prix que celui retenu pour les apports.

Enfin, nous rappellerons que les modalités précédemment décrites résultent d'un protocole récent entre professionnels indépendants ayant une parfaite connaissance du marché et des entreprises en présence.

En conclusion de nos travaux, nous sommes d'avis que le rapport d'échange de 0,0032132 action AdLINK Media Deutschland GmbH pour 1 action Hi Media proposé par la Convention d'apport, correspondant à 311,21643 actions Hi Media pour une action d'AdLINK Media Deutschland GmbH, est équitable.

Fait à Paris
Le 21 août 2009

Les commissaires aux apports



Serge ANOUCHIAN

Commissaire aux comptes



Thierry BELLOT

Commissaire aux comptes

Membres de la Compagnie Régionale des Commissaires aux Comptes de Paris