



NORMACTION

Société anonyme au capital de 356 008 euros
Siège social : 38-42 rue Gallieni - 92600 ASNIÈRES-SUR-SEINE
RCS NANTERRE 414 276 691

RAPPORT COMPLEMENTAIRE AU RAPPORT SPECIAL

DU CONSEIL D'ADMINISTRATION À L'ASSEMBLÉE GÉNÉRALE MIXTE

DU 8 FEVRIER 2008

Mesdames, Messieurs, Chers Actionnaires,

Nous vous avons réunis en assemblée générale ordinaire et extraordinaire, conformément aux prescriptions légales et réglementaires, afin de soumettre à votre approbation divers projets de résolutions relatifs à :

- (i) désignation de Messieurs Loïc PEQUIGNOT et Gérard GUILLOT en qualité de nouveaux administrateurs ;
- (ii) la décision d'augmentation de capital réservée à la société RISC GROUP par émission d'actions à bons de souscription d'actions ;
- (iii) une autorisation à donner au Conseil d'administration pour augmenter le capital social en numéraire, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires au profit des salariés conformément à l'article L.225-129-6 du Code de Commerce.

Les informations relatives au projet d'émission d'actions à bons de souscription d'actions (« ABSA ») à l'émettre au profit de RISC GROUP vous ont été données dans le rapport spécial du conseil d'administration.

Nous vous précisons que le prix d'émission des ABSA ainsi que le prix d'exercice des BSA ont été fixé contractuellement entre la Société et RISC GROUP en fonction d'une méthode multicritères conduisant à une fourchette de prix potentiels :

NORMACTION a, sélectionné un certain nombre de ratios jugés pertinents pour estimer la valeur de NORMACTION et donc du prix d'émission des ABSA et du prix d'exercice des BSA.

Les évaluations et comparaisons ont été faites à partir :

- des comptes annuels consolidés au 31 décembre 2006
- Des comptes semestriels au 30/06/2007

Toutes les évaluations sont basées sur les données au 17/12/2007, veille de l'annonce de l'entrée de RISC GROUP au capital de NORMACTION. L'annonce ayant une influence sur le cours et l'activité future de NORMACTION, toutes les données postérieures n'ont pas été retenues.

Les méthodes suivantes ont été écartées :

- **les transactions récentes**, en l'absence de données publiques sur les dernières transactions,
- **Les cash-flows libres**,
La méthode des cash-flows libres, qui donne directement la valeur des fonds propres, est moins pertinente que la méthode des cash-flows disponibles pour le calcul de la parité car le groupe NORMACTION n'a pas de gestion centralisée de sa trésorerie et subi donc des frais financiers plus importants que si la gestion était centralisée. Les flux actualisés donnent bien une valeur mais ne reflètent pas la réalité économique. Les flux ne sont donc pas comparables et par voie de conséquence les résultats obtenus ne le sont pas non plus.
Au contraire la méthode des cash-flows disponibles calcule une valeur d'entreprise sur la base des cash-flows d'exploitation dont on déduit le montant de la dette nette pour trouver la valeur des fonds propres, et cela quelque soit les spécificités de la dette.
- **L'actif net réévalué**, car l'actif de NORMACTION est essentiellement constitué de sa marque et de sa base client.

Trois méthodes ont été utilisées :

- **l'approche analogique** (comparaisons boursières)
- **l'actualisation des flux disponibles** (cash-flows disponibles)
- **Le cours moyen**

1) **L'approche analogique**

Nous avons opté pour un échantillon de comparables qui interviennent dans le secteur de la téléphonie en France :

- **Afone**, acteur concurrent direct de NORMACTION qui délivre des solutions de téléphonie à destination des PME,
- **Proximania**, est le premier acteur indépendant de la vente de cartes téléphoniques prépayées en France,
- **Genesys**, acteur majeur de solutions de téléconférences à destination des entreprises.

Pour la comparaison nous avons opté pour les multiples de VE/Ebit et PER 2007 et 2008 attendus par le consensus de la place parisienne, Jacques Chahine Finance, le 17/12/2007.

Les éléments du consensus concernant NORMACTION sont affichés ci-dessous.

m€	12/06	12/07e	12/08e
Chiffre d'affaires	18,7	26,2	32,8
Résultat Opérationnel	1,5	1,2	1,8
Marge d'exploitation	8,2%	4,6%	5,5%
Résultat net	1,1	0,5	1,1
Marge nette	5,6%	1,7%	3,4%
Résultat net part du groupe	1,0	0,5	1,1

	VE/Ebit 07	VE/Ebit 08	PER 07	PER 08
Afone	12,47	8,07	18,71	17,25
Proximania	10,10	4,20	16,79	6,84
Genesys	12,59	7,69	13,43	10,44
Moyenne	11,72	6,65	16,31	11,51
Valorisation NORMACTION(m€)	11,2	8,9	7,7	13,0

Source : JCF au 17/12/07

L'approche par comparaison boursière donne une valorisation de 10,2 M € soit 6 € par action.

2) l'actualisation des flux disponibles

Deux approches sont traditionnellement retenues : l'actualisation des cash-flows libres et l'actualisation des cash-flows disponibles. Ces deux approches sont fondées sur les développements futurs des deux sociétés et les besoins qui en découlent en termes d'investissements et de variation de BFR. Nous avons opté pour la deuxième méthode.

Les hypothèses sont :

- un taux sans risque de 4,24%,
- une prime de risque du marché de 6,69%
- un bêta de 1,30.

Nous avons retenu :

- Les prévisions du consensus présentées ci-dessus jusqu'en 2008 puis une croissance de 10% de 2009 à 2011,
- un taux de croissance à l'infini de 2,5 %,
- Une marge d'exploitation de 8% à horizon 2010, marge de l'année 2006.

Les synthèses du DCF se trouvent dans les tableaux suivant :

m€	12/06	12/07	12/08	12/09	12/10	12/11	Flux Normatif
Revenus nets	18,7	26,2	32,8	36,0	39,6	43,6	44,2
Résultat d'Exploitation	1,5	1,2	1,8	2,2	2,6	3,1	3,5
<i>Marge d'exploitation</i>	8,2%	4,6%	5,5%	6,0%	6,5%	7,0%	8,0%
DAP nettes	-0,5	-0,3	-0,3	-0,4	-0,5	-0,7	-0,7
Excédent Brut d'Exploitation	2,0	1,5	2,1	2,6	3,1	3,7	4,2
Impot théorique	-0,7	-0,5	-0,7	-0,7	-0,9	-1,0	-1,2
Excédent Net d'Exploitation	1,3	1,0	1,4	1,8	2,2	2,7	3,0
Variation du BFR	-0,5	-0,6	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3
Investissements	-2,1	-0,2	-0,2	-0,3	-0,5	-0,7	-0,7
Free Cash Flow d'exploitation	-1,2	0,2	0,7	1,2	1,3	1,6	2,1
coeff	-0,96	0,04	1,04	2,04	3,04	4,04	5,04
Free Cash Flow d'exploitation actualisés	-1,37	0,21	0,63	0,91	0,91	1,26	

Somme des flux actualisés	3,9
Valeur finale actualisée	10,7
Endettement net	1,7
Minoritaires	0,0
Immobilisations financières	0,0
Valeur des fonds propres (m€)	12,9
Valeur par action	7,6

L'actualisation des cash-flows disponibles permet d'obtenir dans un premier temps la valeur d'entreprise et par déduction la valeur des fonds propres. Cette méthode donne une valorisation de 7,6 € par action NORMACTION.

3) Le cours moyen,

La méthode du cours moyen tient compte du cours de la veille, des 3 derniers mois et des 6 derniers mois.

	Le 17/12	Sur 3 mois	Sur 6 mois	Sur 1 an
Nombre de titres moyen	1 646	989	1 041	2 155
% capital échangé	0,10%	0,06%	0,06%	0,13%
Cours moyen	8,00	9,52	10,52	10,50

La méthode donne une moyenne de 9,64 € par action NORMACTION.

Nous notons toutefois que le volume moyen échangé est inférieur à 0,1%, ce qui est trop faible pour que le cours soit retenu comme une méthode pertinente d'évaluation.

4) Synthèse

	m€	par action (€)
Comparables	10,2	6,0
Discounted Cash Flow	12,9	7,6
Cours moyen	16,4	9,6

Le bas de fourchette a été retenu car RISC GROUP apporte un réseau commercial qui permettra de développer l'activité de NORMACTION et donc pourra assoir la croissance et la rentabilité future, notamment le retour à une marge d'exploitation d'au moins 8%.

Choix du prix d'émission des ABSA et du prix d'exercice des BSA retenu

Dans le cadre du partenariat stratégique, la Société et RISC GROUP sont convenues de fixer le prix d'émission des ABSA et le prix d'exercice des BSA à 6 euros compris dans le bas de la fourchette potentielle de prix déterminée ci-dessus.

Ce prix de 6 euros négocié entre la Société et RISC GROUP en tenant compte de la valeur des technologies développées par RISC GROUP et sa filiale ORNYS ainsi que de la clientèle de RISC GROUP correspond au bas de la fourchette des méthodes de calcul de valorisation.

Nous estimons que ce prix d'émission des ABSA et d'exercice des BSA fait ressortir une valorisation qui peut être considérée comme attractive pour RISC GROUP tout en étant acceptable pour les actionnaires actuels sur la base des critères rappelés ci-dessus.

Asnières-sur-Seine, le 24 janvier 2008

Le Conseil d'administration