Xavier PAPER
222, boulevard Pereire
75017 - PARIS

Dominique LEDOUBLE
99, boulevard Haussmann
75008 - PARIS



04B6270

NEDIF

Apports effectués par la société
PAGESJAUNES SA

-=-

Rapport des commissaires à la scission
sur la valeur des apports

Mesdames, Messieurs les Actionnaires,

En exécution de la mission qui nous a été confiée par ordonnance de Monsieur le Président du Tribunal de Commerce de Nanterre en date du 6 octobre 2004, concernant l'apport partiel d'actif d'une branche complète et autonome d'activité de la société PAGESJAUNES SA à la société NEDIF, nous avons établi le présent rapport prévu par l'article L.236-10 du Code de Commerce, étant précisé que notre appréciation sur le caractère équitable de la rémunération des apports fait l'objet d'un rapport distinct.

L'actif net apporté a été arrêté dans le projet de contrat d'apport partiel d'actif signé par les représentants des sociétés concernées en date du 10 novembre 2004. Il nous appartient d'exprimer une conclusion sur le fait que la valeur des apports n'est pas surévaluée.

A cet effet, nous avons effectué nos diligences selon les normes de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes applicables à cette mission ; ces normes requièrent la mise en œuvre de diligences destinées à apprécier la valeur des apports, à s'assurer que celle-ci n'est pas surévaluée, et à vérifier qu'elle correspond au moins à la valeur au nominal des actions à émettre par la société bénéficiaire augmentée de la prime d'émission.

A aucun moment nous ne nous sommes trouvés dans l'un des cas d'incompatibilité, d'interdiction ou de déchéance prévus par la loi.

Notre rapport est organisé selon le plan suivant :

1. **PRESENTATION DE L'OPERATION ET DESCRIPTION DES APPORTS**

2. **DILIGENCES ACCOMPLIES ET APPRECIATION DE LA VALEUR DE L'APPORT**

3. **CONCLUSION**

1. PRESENTATION DE L'OPERATION ET DESCRIPTION DES APPORTS

Les modalités de réalisation de l'opération, exposées de façon détaillée dans le projet de contrat d'apport partiel d'actif, peuvent se résumer comme suit.

1.1. MOTIFS ET BUTS DE L'OPERATION

Les motifs et buts qui ont incité les dirigeants de chacune des deux sociétés à envisager cette opération d'apport d'actif résultent de la réflexion entamée par PAGESJAUNES en vue d'une réorganisation destinée à améliorer le fonctionnement de ses structures.

Cette nouvelle organisation permettrait ainsi :

- une rationalisation de la structure du groupe, avec la séparation des responsabilités de direction du groupe des responsabilités opérationnelles ;
- une meilleure lisibilité des performances opérationnelles de chacun des deux segments ;
- et une gestion et un contrôle plus efficace des différentes entités du groupe ;

Par ailleurs il est rappelé que cette structure organisationnelle a déjà fait ses preuves au sein du Groupe FRANCE TELECOM et chez d'autres sociétés européennes du secteur.

1.2. SOCIETES CONCERNEES

NEDIF, société bénéficiaire, est une société anonyme au capital de 38 115 €, dont le siège social est situé 7, avenue de la Cristallerie à Sèvres (92317). Elle est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 444 212 955. Elle est représentée par M. Jean-Claude PELTIER, administrateur, spécialement habilité en vertu d'une délibération du conseil d'administration en date du 5 novembre 2004 .

NEDIF a actuellement pour objet :

- l'édition, pour son compte ou pour le compte de tiers, de tous annuaires publiés par tous procédés et moyens actuels et futurs, la fourniture de services de renseignements par tous procédés et moyens actuels et futurs ainsi que l'exploitation de la publicité sous toutes ses formes, par tous modes et à toutes fins ;

- le conseil, l'étude, la conception, la fabrication, la mise à jour et la maintenance de tous services ayant trait à tout système de circulation d'information sur un réseau, ouvert ou non, d'interconnexion informatique ou téléphonique, filaire,

satellitaire, par câble ou autrement, ainsi que toute autre activité se rapportant à de tels services et plus de sites internet ou intranet ;

- la collecte, l'acquisition, l'enrichissement, la gestion, le traitement, la commercialisation ou l'hébergement de données ou de fichier de toute nature ;

- toutes activités liées directement ou indirectement à de telles prestations ou qui constituent le préalable ou l'accessoire, la condition ou le prolongement ou qui sont susceptibles de les encourager ou développer ;

- toutes opérations de courtage, de transaction, de négociation, et généralement toutes opérations mobilières et immobilières, commerciales, industrielles et financières pouvant se rattacher directement ou indirectement à l'objet social et à tous objets similaires ou annexes ;

- la prise par tout moyen sans exception, ni réserve, la détention par tout moyen et en une quelconque qualité, la gestion, le cas échéant le transfert par tout moyen sans exception ni réserve en tout ou partie de toutes participations majoritaires ou minoritaires pouvant se rattacher directement ou indirectement à l'objet social et à tout objet similaire ou annexe.

PAGESJAUNES SA, société apporteuse, est une société anonyme au capital de 55 757 922 €, dont le siège social est situé 7, avenue de la Cristallerie à Sèvres (92317). Elle est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 552 028 425. Elle est représentée par son Directeur Général M. Michel DATCHARY, spécialement habilité en vertu d'une délibération du conseil d'administration en date du 5 novembre 2004.

PAGESJAUNES SA a pour objet en France et à l'étranger :

- l'édition, pour son compte ou pour le compte de tiers, de tous annuaires publiés par tous procédés et moyens actuels et futurs, la fourniture de services de renseignements par tous procédés et moyens actuels et futurs ainsi que l'exploitation de la publicité sous toutes ses formes, par tous modes et à toutes fins ;

- le conseil, l'étude, la conception, la fabrication, la mise à jour et la maintenance de tous services ayant trait à tout système de circulation d'information sur un réseau, ouvert ou non, d'interconnexion informatique ou téléphonique, filaire, satellitaire, par câble ou autrement, ainsi que toute autre activité se rapportant à de tels services et plus de sites internet ou intranet ;

- la collecte, l'acquisition, l'enrichissement, la gestion, le traitement, la commercialisation ou l'hébergement de données ou de fichier de toute nature ;

- toutes activités liées directement ou indirectement à de telles prestations ou qui constituent le préalable ou l'accessoire, la condition ou le prolongement ou qui sont susceptibles de les encourager ou développer ;

- toutes opérations de courtage, de transaction, de négociation, et généralement toutes opérations mobilières et immobilières, commerciales, industrielles et financières pouvant se rattacher directement ou indirectement à l'objet social et à tous objets similaires ou annexes ;

- la prise par tout moyen sans exception, ni réserve, la détention par tout moyen et en une quelconque qualité, la gestion, le cas échéant le transfert par tout moyen sans exception ni réserve en tout ou partie de toutes participations majoritaires ou minoritaires pouvant se rattacher directement ou indirectement à l'objet social et à tout objet similaire ou annexe.

NEDIF est une société détenue à 100% par PAGESJAUNES SA. M. Michel DATCHARY est Directeur Général de PAGESJAUNES et Président Directeur Général de NEDIF.

1.3. CHARGES ET CONDITIONS DE L'OPERATION

L'opération sera réputée rétroactive au 1er janvier 2004.

NEDIF aura la propriété et la jouissance des biens et droits apportés à compter du jour de la réalisation définitive de l'apport. Toutes les opérations effectuées depuis le 1er janvier 2004 jusqu'à la date de réalisation définitive de l'opération, seront réputées faites pour le compte de la société bénéficiaire.

Au plan juridique, l'opération est placée sous le régime juridique des scissions, tel qu'il est visé à l'article L.236-10 du Code de Commerce.

Au plan fiscal, l'opération sera soumise, en matière de fiscalité directe, au régime de faveur visé aux articles 210-A et 210-B du Code Général des Impôts. En matière de droits d'enregistrement, l'opération sera soumise aux dispositions prévues à l'article 816 du Code Général des Impôts.

La réalisation définitive de l'opération est soumise aux conditions suspensives suivantes :

- approbation par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de PAGESJAUNES SA de l'opération ;

- approbation par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de NEDIF, de l'apport partiel d'actif fait par PAGESJAUNES SA.

1.4. DESCRIPTION ET REMUNERATION DES APPORTS

Aux termes du contrat d'apport partiel d'actif, les apports seront effectués en valeur réelle. La valeur globale des apports a été déterminée sur la base d'une approche multicritères comprenant l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels, un multiple du REAA[1] de sociétés cotées comparables et le cours de bourse de PAGESJAUNES.

Le contrat d'apport partiel d'actif détaille la valeur des apports. L'apport peut être résumé comme suit :

En €	**31 décembre 2003**
Fonds de commerce	3 959 321 134
Immobilisations incorporelles	2 541 302
Immobilisations corporelles	13 777 153
Immobilisations financières	1 012 176
Stocks et encours	6 660 315
Avances et acomptes	6 469 247
Créances d'exploitation	394 625 484
Créances diverses	98 060
VMP et disponibilités	341 427 686
Comptes de régularisation	21 032 205
Actif apporté	*4 746 964 761*
Provisions pour risques	11 677 517
Provisions pour charges	15 566 609
Dettes financières	13 730 748
Dettes d'exploitation	247 259 973
Dettes diverses	1 391 784
Comptes de régularisation	452 338 130
Passif transmis	*741 964 761*
Actif net apporté	***4 005 000 000***

En contrepartie de l'apport décrit évalué à 4 005 000 000 €, il sera attribué à PAGESJAUNES SA 267 000 000 actions nouvelles d'une valeur nominale de 15 € chacune, émises au prix unitaire de 15 €, entièrement libérées, de la société NEDIF, qui seront émises par cette dernière à titre d'augmentation de capital.

La différence entre l'actif net apporté (4 005 000 000 €) et la valeur nominale des actions créées à titre d'augmentation de capital par NEDIF (267 000 000 x 15 € = 4 005 000 000 €) étant nulle, il n'y a pas de prime d'apport.

---

[1] REAA : résultat d'exploitation avant amortissement des immobilisations. Cet indicateur est assimilable à l'EBITDA calculé par les analystes financiers.

2. DILIGENCES EFFECTUEES ET APPRECIATION DE LA VALEUR DES APPORTS

2.1. DILIGENCES EFFECTUEES

Nous avons effectué les diligences que nous avons estimé nécessaires conformément aux normes de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes applicables à ce type de mission.

En particulier :

- nous nous sommes entretenus avec des responsables du groupe PAGESJAUNES et de NEDIF afin d'appréhender l'opération envisagée, ainsi que le contexte juridique et économique dans lequel elle se situe ;

- nous avons rencontré, au sein du groupe PAGESJAUNES, les personnes en charge de l'évaluation des sociétés en présence,

- nous avons pris connaissance des projets de contrat d'apport partiel d'actif et d'Annexe au rapport du Conseil d'administration de PAGESJAUNES à l'Assemblée Générale Mixte du 23 décembre 2004 relatifs à l'opération ;

- nous avons eu communication du plan d'affaires dont les hypothèses structurantes et principales tendances nous ont été commentées par les responsables des sociétés en présence ;

- nous avons analysé les autres méthodes contenues dans l'approche multicritères et notamment les notes récentes d'analystes financiers sur PAGESJAUNES et l'évolution de son cours de bourse ;

- nous avons eu communication des états comptables au 30 septembre 2004 ;

- nous avons revu la détermination par la direction financière des valeurs individuelles figurant dans le bilan d'apport ;

- nous avons pris connaissance des conclusions des commissaires aux comptes de PAGESJAUNES SA sur les comptes annuels de l'exercice clos au 31 décembre 2003 et avons eu communication de leur rapport général sur les comptes sociaux à cette date.

Nous nous sommes fait confirmer que, depuis la publication des comptes au 30 septembre 2004, aucun événement de nature à remettre en cause de façon significative la valeur des apports ne s'était produit.

Enfin, nous avons effectué les travaux complémentaires qui nous ont paru nécessaires dans le cadre de l'appréciation de la valeur des apports.

2.2. APPRECIATION DE LA VALEUR DES APPORTS

2.2.1. Description de l'approche retenue

La valeur globale de l'apport a été déterminée sur la base d'une approche multicritères détaillée dans l'Annexe au rapport du Conseil d'administration de PAGESJAUNES à l'Assemblée Générale Mixte du 23 décembre 2004.

Actualisation des flux de trésorerie prévisionnels

La méthode des DCF a été appliquée au plan d'affaires de PAGESJAUNES sur la période 2005-2013. Les taux d'actualisation utilisés se sont situés dans une fourchette comprise entre 8,5% et 9,5% et les taux de croissance à l'infini du flux de trésorerie normatif déterminant la valeur terminale, entre 1,5% et 2,5%. Des tests de sensibilité à la variation des hypothèses du plan d'affaires de PAGESJAUNES ont été également effectués.

A la valeur d'entreprise déterminée par cette méthode, le montant de la trésorerie nette apportée a été ajouté.

Multiple REAA de sociétés cotées comparables

Les éditeurs d'annuaires cotés en bourse retenus par la direction financière de PAGESJAUNES pour constituer l'échantillon sont les suivants : TPI (Espagne), SEAT PAGINES GIALLE (Italie), YELL (Royaume Uni), ENIRO (Suède), FINDEXA (Norvège) et DEX MEDIA (Etats Unis). Pour chacune des sociétés le multiple REAA a été calculé, sur la base d'informations publiques, pour les exercices 2004, 2005 et 2006. L'application du multiple moyen ainsi déterminé aux données prévisionnelles (également basées sur des informations publiques) de PAGESJAUNES sur les mêmes périodes donne la valeur d'entreprise du Groupe PAGESJAUNES. A cette valeur a été soustraite la valeur estimée des filiales du Groupe qui ne sont pas apportées. La direction financière a ensuite ajouté le montant de la trésorerie nette apportée.

Cours de bourse du titre PAGESJAUNES

L'actif apporté constitue une part importante du Groupe PAGESJAUNES coté en bourse, dès lors la valeur boursière de PAGESJAUNES est une référence importante en vue de la détermination de la valeur de l'actif apporté.

L'analyse du cours de bourse de PAGESJAUNES est faite sur la base du cours moyen de clôture 1 mois, 2 mois et 3 mois.

A la valeur boursière retenue a été retranchée la trésorerie nette consolidée estimée au 31 décembre 2004 de façon à obtenir la valeur d'entreprise du Groupe PAGESJAUNES. A cette valeur a été soustraite la valeur estimée des filiales non apportées, puis le montant de la trésorerie nette apportée est ajouté.

La valeur globale retenue par la direction financière correspond à la valeur la plus basse issue de l'approche multicritères décrite ci-dessus, soit 4 005 000 000 €.

2.2.2. Appréciation de la méthode retenue

S'agissant d'une partie importante de société cotée, le recours à une approche multicritères pour déterminer la valeur réelle de la branche complète et autonome apportée est satisfaisant.

Commentaires sur les DCF

Les hypothèses retenues par la direction financière dans le plan d'affaires de PAGESJAUNES ainsi que les paramètres financiers retenus pour la projection et l'actualisation des flux prévisionnels sont conformes à ceux utilisés lors de l'introduction en bourse de juillet 2004 et à ceux figurant dans des notes récentes d'analystes financiers.

Les hypothèses et paramètres financiers retenus ont été confortés par nos travaux, notamment d'analyse de la sensibilité, et font ressortir des valeurs dont la fourchette basse est supérieure à la valeur globale de l'apport retenue par la direction financière de PAGESJAUNES.

Commentaires sur l'utilisation du multiple REAA

L'usage d'un multiple de sociétés cotées comparables pour déterminer la valeur réelle de PAGESJAUNES selon une méthode analogique n'appelle pas de remarque de notre part. La direction financière a retenu des multiples moyens de 2004, 2005 et 2006 du REAA, qui constitue l'agrégat financier de référence pour le secteur.

Nous avons pu conforter les multiples moyens retenus par la direction financière, à l'aide d'une moyenne de multiples d'EBITDA ou de REAA extériorisés dans des notes d'analystes récentes. Les multiples utilisés se situent dans une fourchette basse acceptable.

Commentaires sur l'analyse du cours de bourse

La direction financière a retenu le cours de clôture sur une période de 3 mois. La référence à une moyenne 3 mois proche du cours d'introduction en bourse de juillet 2004 du Groupe PAGESJAUNES est satisfaisante. Il est à noter que depuis la publication des résultats du troisième trimestre 2004, plutôt supérieurs aux prévisions, le titre s'est légèrement valorisé ; il en est de même pour les objectifs de cours des analystes financiers.

2.2.3. Appréciation de la valeur réelle de l'apport

La valeur réelle des apports issue de l'approche multicritères se situe dans une fourchette basse acceptable. Cette position assez prudente adoptée par la direction financière du Groupe correspond au souci de la loi d'éviter toute surévaluation des apports.

La valeur réelle estimée est proche d'une valeur déterminée par référence au cours d'introduction en bourse du Groupe PAGESJAUNES au mois de juillet 2004, ce qui constitue une bonne référence compte tenu :

- du consensus des analystes financiers qui induit un positionnement neutre,
- et des résultats 2004 légèrement au-dessus des prévisions.

Au terme de nos travaux, nous n'avons pas relevé d'élément susceptible de remettre en cause la valeur des apports.

3. CONCLUSION

En conclusion de nos travaux, nous sommes d'avis que la valeur des apports s'élevant à 4 005 000 000 €, n'est par surévaluée et, en conséquence, que l'actif net apporté est au moins égal au montant de l'augmentation de capital de la société bénéficiaire majorée de la prime d'émission.

Fait à Paris, le 19 novembre 2004.

Les commissaires à la scission,

Xavier PAPER

Dominique LEDOUBLE

Commissaires aux comptes,
Membres de la Compagnie Régionale de Paris.

Xavier PAPER
222, boulevard Pereire
75017 - PARIS

Dominique LEDOUBLE
99, boulevard Haussmann
75008 – PARIS

GREFFE TRIBUNAL DE
COMMERCE DE NANTERRE
20 DEC. 2004
DEPOT N°

NEDIF

Apports effectués par la société
PAGESJAUNES SA

-=-

Rapport des commissaires à la scission
sur la rémunération des apports

Mesdames, Messieurs les Actionnaires,

En exécution de la mission qui nous a été confiée par ordonnance de M. le Président du Tribunal de Commerce de Nanterre en date du 6 octobre 2004, concernant l'apport partiel d'actif d'une branche complète et autonome d'activité de la société PAGESJAUNES SA à la société NEDIF, nous avons établi le présent rapport prévu par l'article L.236-10 du Code de Commerce, étant précisé que notre appréciation sur la valeur des apports fait l'objet d'un rapport distinct.

La rémunération des apports résulte du rapport d'échange qui a été arrêté dans le projet de traité de fusion signé par les représentants des sociétés concernées en date du 10 novembre 2004. Il nous appartient d'exprimer un avis sur le caractère équitable du rapport d'échange.

A cet effet, nous avons effectué nos diligences selon les normes de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes applicables à cette mission ; ces normes requièrent 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 ne nous sommes trouvés dans l'un des cas d'incompatibilité, d'interdiction ou de déchéance prévus par la loi.

Notre rapport est organisé selon le plan suivant :

1. **PRESENTATION DE L'OPERATION ENVISAGEE**

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

3. **APPRECIATION DU CARACTERE EQUITABLE DU RAPPORT D'ECHANGE PROPOSE**

4. **CONCLUSION**

1. PRESENTATION DE L'OPERATION ENVISAGEE

Les modalités de réalisation de l'opération, exposées de façon détaillée dans le projet de contrat d'apport partiel d'actif, peuvent se résumer comme suit.

1.1. MOTIFS ET BUTS DE L'OPERATION

Les motifs et buts qui ont incité les dirigeants de chacune des deux sociétés à envisager cette opération d'apport d'actif résultent de la réflexion entamée par PAGESJAUNES en vue d'une réorganisation destinée à améliorer le fonctionnement de ses structures.

Cette nouvelle organisation permettrait ainsi :

- une rationalisation de la structure du groupe, avec la séparation des responsabilités de direction du groupe des responsabilités opérationnelles ;
- une meilleure lisibilité des performances opérationnelles de chacun des deux segments ;
- et une gestion et un contrôle plus efficace des différentes entités du groupe ;

Par ailleurs il est rappelé que cette structure organisationnelle a déjà fait ses preuves au sein du Groupe FRANCE TELECOM et chez d'autres sociétés européennes du secteur.

1.2. SOCIETES CONCERNEES

NEDIF, société bénéficiaire, est une société anonyme au capital de 38 115 €, dont le siège social est situé 7, avenue de la Cristallerie à Sèvres (92317). Elle est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 444 212 955. Elle est représentée par M. Jean-Claude PELTIER, administrateur, spécialement habilité en vertu d'une délibération du conseil d'administration en date du 5 novembre 2004 .

NEDIF a actuellement pour objet :

- l'édition, pour son compte ou pour le compte de tiers, de tous annuaires publiés par tous procédés et moyens actuels et futurs, la fourniture de services de renseignements par tous procédés et moyens actuels et futurs ainsi que l'exploitation de la publicité sous toutes ses formes, par tous modes et à toutes fins ;

- le conseil, l'étude, la conception, la fabrication, la mise à jour et la maintenance de tous services ayant trait à tout système de circulation d'information sur un réseau, ouvert ou non, d'interconnexion informatique ou téléphonique, filaire,

satellitaire, par câble ou autrement, ainsi que toute autre activité se rapportant à de tels services et plus de sites internet ou intranet ;

- la collecte, l'acquisition, l'enrichissement, la gestion, le traitement, la commercialisation ou l'hébergement de données ou de fichier de toute nature ;

- toutes activités liées directement ou indirectement à de telles prestations ou qui constituent le préalable ou l'accessoire, la condition ou le prolongement ou qui sont susceptibles de les encourager ou développer ;

- toutes opérations de courtage, de transaction, de négociation, et généralement toutes opérations mobilières et immobilières, commerciales, industrielles et financières pouvant se rattacher directement ou indirectement à l'objet social et à tous objets similaires ou annexes ;

- la prise par tout moyen sans exception, ni réserve, la détention par tout moyen et en une quelconque qualité, la gestion, le cas échéant le transfert par tout moyen sans exception ni réserve en tout ou partie de toutes participations majoritaires ou minoritaires pouvant se rattacher directement ou indirectement à l'objet social et à tout objet similaire ou annexe.

PAGESJAUNES SA, société apporteuse, est une société anonyme au capital de 55 757 922 €, dont le siège social est situé 7, avenue de la Cristallerie à Sèvres (92317). Elle est immatriculée au Registre du Commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 552 028 425. Elle est représentée par son Directeur Général M. Michel DATCHARY, spécialement habilité en vertu d'une délibération du conseil d'administration en date du 5 novembre 2004.

PAGESJAUNES SA a pour objet en France et à l'étranger :

- l'édition, pour son compte ou pour le compte de tiers, de tous annuaires publiés par tous procédés et moyens actuels et futurs, la fourniture de services de renseignements par tous procédés et moyens actuels et futurs ainsi que l'exploitation de la publicité sous toutes ses formes, par tous modes et à toutes fins ;

- le conseil, l'étude, la conception, la fabrication, la mise à jour et la maintenance de tous services ayant trait à tout système de circulation d'information sur un réseau, ouvert ou non, d'interconnexion informatique ou téléphonique, filaire, satellitaire, par câble ou autrement, ainsi que toute autre activité se rapportant à de tels services et plus de sites internet ou intranet ;

- la collecte, l'acquisition, l'enrichissement, la gestion, le traitement, la commercialisation ou l'hébergement de données ou de fichier de toute nature ;

- toutes activités liées directement ou indirectement à de telles prestations ou qui constituent le préalable ou l'accessoire, la condition ou le prolongement ou qui sont susceptibles de les encourager ou développer ;

- toutes opérations de courtage, de transaction, de négociation, et généralement toutes opérations mobilières et immobilières, commerciales, industrielles et financières pouvant se rattacher directement ou indirectement à l'objet social et à tous objets similaires ou annexes ;

- la prise par tout moyen sans exception, ni réserve, la détention par tout moyen et en une quelconque qualité, la gestion, le cas échéant le transfert par tout moyen sans exception ni réserve en tout ou partie de toutes participations majoritaires ou minoritaires pouvant se rattacher directement ou indirectement à l'objet social et à tout objet similaire ou annexe.

NEDIF est une société détenue à 100% par PAGESJAUNES SA. M. Michel DATCHARY est Directeur Général de PAGESJAUNES et Président Directeur Général de NEDIF.

1.3. CHARGES ET CONDITIONS DE L'OPERATION

L'opération sera réputée rétroactive au 1er janvier 2004.

NEDIF aura la propriété et la jouissance des biens et droits apportés à compter du jour de la réalisation définitive de l'apport. Toutes les opérations effectuées depuis le 1er janvier 2004 jusqu'à la date de réalisation définitive de l'opération, seront réputées faites pour le compte de la société bénéficiaire.

Au plan juridique, l'opération est placée sous le régime juridique des scissions, tel qu'il est visé à l'article L.236-10 du Code de Commerce.

Au plan fiscal, l'opération sera soumise, en matière de fiscalité directe, au régime de faveur visé aux articles 210-A et 210-B du Code Général des Impôts. En matière de droits d'enregistrement, l'opération sera soumise aux dispositions prévues à l'article 816 du Code Général des Impôts.

La réalisation définitive de l'opération est soumise aux conditions suspensives suivantes :

- approbation par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de PAGESJAUNES SA de l'opération ;

- approbation par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de NEDIF, de l'apport partiel d'actif fait par PAGESJAUNES SA.

1.4. DESCRIPTION ET REMUNERATION DES APPORTS

Aux termes du contrat d'apport partiel d'actif, les apports seront effectués en valeur réelle. La valeur globale des apports a été déterminée sur la base d'une approche multicritères comprenant l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels, un multiple du REAA[1] de sociétés cotées comparables et le cours de bourse de PAGESJAUNES.

Le contrat d'apport partiel d'actif détaille la valeur des apports. L'apport peut être résumé comme suit :

En €	**31 décembre 2003**
Actif apporté	*4 746 964 761*
Passif transmis	*741 964 761*
Actif net apporté	***4 005 000 000***

En contrepartie de l'apport décrit évalué à 4 005 000 000 € , il sera attribué à PAGESJAUNES SA 267 000 000 actions nouvelles d'une valeur nominale de 15 € chacune, émises au prix unitaire de 15 €, entièrement libérées, de la société NEDIF, qui seront émises par cette dernière à titre d'augmentation de capital.

La différence entre l'actif net apporté (4 005 000 000 €) et la valeur nominale des actions créées à titre d'augmentation de capital par NEDIF (267 000 000 x 15 € = 4 005 000 000 €) étant nulle, il n'y a pas de prime d'apport.

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 conformément aux normes de la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes applicables à ce type de mission. En particulier :

- nous nous sommes entretenus avec des responsables du groupe PAGESJAUNES et de NEDIF afin d'appréhender l'opération envisagée, ainsi que le contexte juridique et économique dans lequel elle se situe ;

- nous avons rencontré, au sein du groupe PAGESJAUNES, les personnes en charge de l'évaluation des sociétés en présence,

[1] REAA : résultat d'exploitation avant amortissement des immobilisations. Cet indicateur est assimilable à l'EBITDA calculé par les analystes financiers.

- nous avons pris connaissance des projets de contrat d'apport partiel d'actif et d'Annexe au rapport du Conseil d'administration de PAGESJAUNES à l'Assemblée Générale Mixte du 23 décembre 2004 relatifs à l'opération ;

- nous avons eu communication du plan d'affaires dont les hypothèses structurantes et principales tendances nous ont été commentées par les responsables des sociétés en présence ;

- nous avons analysé les autres méthodes contenues dans l'approche multicritères et notamment les notes récentes d'analystes financiers sur PAGESJAUNES ainsi que l'évolution de son cours de bourse ;

- nous avons eu communication des états comptables au 30 septembre 2004 ;

- nous avons pris connaissance des conclusions des commissaires aux comptes de PAGESJAUNES SA sur les comptes annuels de l'exercice clos au 31 décembre 2003 et avons eu communication de leur rapport général sur les comptes sociaux à cette date.

Nous nous sommes fait confirmer que, depuis la publication des comptes au 30 septembre 2004, aucun événement de nature à remettre en cause de façon significative la rémunération des apports ne s'était produit.

Enfin, nous avons effectué les travaux complémentaires qui nous ont paru nécessaires dans le cadre de l'appréciation de la rémunération des apports.

2.2. APPRECIATION DE LA PERTINENCE DES VALEURS RELATIVES

La valeur globale de l'apport a été déterminée sur la base d'une approche multicritères détaillée dans l'Annexe au rapport du Conseil d'administration de PAGESJAUNES à l'Assemblée Générale Mixte du 23 décembre 2004.

Actualisation des flux de trésorerie prévisionnels

La méthode des DCF a été appliquée au plan d'affaires de PAGESJAUNES sur la période 2005-2013. Les taux d'actualisation utilisés se sont situés dans une fourchette comprise entre 8,5% et 9,5% et les taux de croissance à l'infini du flux de trésorerie normatif déterminant la valeur terminale, entre 1,5% et 2,5%. Des tests de sensibilité à la variation des hypothèses du plan d'affaires de PAGESJAUNES ont été également effectués.

A la valeur d'entreprise déterminée par cette méthode, le montant de la trésorerie nette apportée a été ajouté.

Multiple REAA de sociétés cotées comparables

Les éditeurs d'annuaires cotés en bourse retenus par la direction financière de PAGESJAUNES pour constituer l'échantillon sont les suivants : TPI (Espagne), SEAT PAGINE GIALLE (Italie), YELL (Royaume Uni), ENIRO (Suède), FINDEXA (Norvège) et DEX MEDIA (Etats Unis). Pour chacune des sociétés le multiple REAA a été calculé, sur la base d'informations publiques, pour les exercices 2004, 2005 et 2006. L'application du multiple moyen ainsi déterminé aux données prévisionnelles (également basées sur des informations publiques) de PAGESJAUNES sur les mêmes périodes donne la valeur d'entreprise du Groupe PAGESJAUNES. A cette valeur a été soustraite la valeur estimée des filiales du Groupe qui ne sont pas apportées. La direction financière a ensuite ajouté le montant de la trésorerie nette apportée.

Cours de bourse du titre PAGESJAUNES

L'actif apporté constitue une part importante du Groupe PAGESJAUNES coté en bourse, dès lors la valeur boursière de PAGESJAUNES est une référence importante en vue de la détermination de la valeur de l'actif apporté.

L'analyse du cours de bourse de PAGESJAUNES est faite sur la base du cours moyen de clôture 1 mois, 2 mois et 3 mois.

A la valeur boursière retenue a été retranchée la trésorerie nette consolidée estimée au 31 décembre 2004 de façon à obtenir la valeur d'entreprise du Groupe PAGESJAUNES. A cette valeur a été soustraite la valeur estimée des filiales non apportées, puis le montant de la trésorerie nette apportée est ajouté.

La valeur globale retenue par la direction financière correspond à la valeur la plus basse issue de l'approche multicritères décrite ci-dessus, soit 4 005 000 000 €.

La société NEDIF n'ayant pas de véritable activité, il n'y a pas lieu d'exprimer une opinion sur sa valeur relative.

3. APPRECIATION DU CARACTERE EQUITABLE DU RAPPORT D'ECHANGE PROPOSE

En contrepartie de l'apport évalué à 4 005 000 000 €, il sera attribué à PAGESJAUNES 267 000 000 actions nouvelles d'une valeur nominale de 15 € chacune, émises au prix unitaire de 15 €, entièrement libérées, de la société NEDIF, qui seront émises par cette dernière à titre d'augmentation de capital.

La société NEDIF augmentera ainsi son capital d'une somme de 4 005 000 000 € pour le porter de 38 115 € à 4 005 038 115 €.

La rémunération proposée n'appelle pas de commentaire de notre part.

4. CONCLUSION

Sur la base de nos travaux, nous n'avons pas relevé d'élément remettant en cause la rémunération proposée.

En conclusion de nos travaux, nous sommes d'avis que la rémunération des apports effectués conduisant à émettre 267 000 000 actions nouvelles de NEDIF est équitable.

Fait à Paris, le 19 novembre 2004.

Les commissaires à la scission,

Xavier PAPER

Dominique LEDOUBLE

Commissaires aux comptes,
Membres de la Compagnie Régionale de Paris.