

**Avertissement**

Le présent rapport a été établi par Ricol Lasteyrie Corporate Finance en date du 25 avril 2016, exclusivement à l'attention du Conseil d'administration de Numericable SFR, afin d'éclairer la décision du Conseil d'administration concernant le projet d'opération décrit ci-après. Il ne devra être utilisé ou servir de fondement à aucune autre fin. L'attention du lecteur est attirée sur le fait que ce rapport ne peut pas être considéré comme une attestation d'équité délivrée par un expert indépendant au sens du règlement général de l'AMF. L'Expert n'accepte aucune responsabilité envers toute personne autre que Numericable-SFR en ce qui concerne ce rapport. En conséquence, si d'autres personnes choisissent de se fonder sur le contenu de ce rapport, elles le font à leur propre risque.

Par ailleurs, ce rapport n'avait pas vocation à être publié et par conséquent, la version figurant ci-dessous a été expurgée des éléments relevant du secret des affaires (paragraphe 4.2, 4.3 et certains paragraphes de la conclusion) afin d'être mise en ligne sur le site de la Société, pour information uniquement

## Avis sur la valeur de NextRadioTV dans le cadre du projet de rachat par Numericable-SFR des actions Altice Content Luxembourg

---

### Rapport de l'Expert

## Sommaire

|   |           |
|---|-----------|
| <b>1. Présentation de l'Opération</b>   | <b>3</b>  |
| 1.1 Contexte et termes de l'Opération   | 3         |
| 1.2 Présentation de NextRadioTV   | 4         |
| 1.21 Analyse du marché et positionnement de NextRadioTV   | 6         |
| 1.22 Performances   | 8         |
| <b>2. Diligences effectuées</b>   | <b>11</b> |
| <b>3. Suivi des travaux d'évaluation réalisés dans le cadre de l'OPA simplifiée lancée par Groupe News Participations sur les actions NextRadioTV</b> | <b>12</b> |
| 3.1 Méthode des flux de trésorerie actualisés   | 12        |
| 3.2 Méthode des comparables boursiers   | 14        |
| 3.3 Méthode des transactions comparables  | 15        |
| <b>4. Principales évolutions pouvant impacter la valeur de NextRadioTV</b>  | <b>15</b> |
| 4.1 Passage de LCI en gratuit   | 15        |
| 4.2 Acquisition de Numéro 23  | 15        |
| 4.3 Développement de synergies avec Numericable-SFR et passage de BFM Business TV en payant   | 17        |
| <b>5. Conclusion</b>  | <b>18</b> |

## Avertissement

Nous avons été mandatés par Numéricable-SFR afin de donner un avis sur le prix de NextRadioTV envisagé dans le contexte du projet d'acquisition par Numéricable-SFR des titres Altice Content Luxembourg, société qui détient 49 % de Groupe News Participations (holding de contrôle de NextRadioTV).

Nous rappelons que nous avons effectué une mission d'expertise indépendante dans le cadre de l'offre publique initiée par Groupe News Participations sur NextRadioTV en décembre 2015. Nous avons dans ce contexte procédé à une évaluation de NextRadioTV et ne pouvons donc pas être considérés aujourd'hui comme indépendants au sens du règlement général de l'AMF.

Pour une parfaite information, RLCF, membre du réseau EY depuis avril 2015 précise que EY a été commissaire aux comptes de SFR SA jusqu'en octobre 2015 et est actuellement commissaire aux comptes de certaines filiales de cette société. EY a pu réaliser et réalise toujours pour des filiales d'Altice, et notamment Numéricable, des missions à caractère comptable ou fiscal. Ces missions représentent moins de 1% du chiffre d'affaires d'EY France.

Notre mission ne relève ni d'une mission d'audit, ni d'une mission d'examen limité. Elle n'a donc pour objectif, ni de nous permettre de formuler une opinion sur les comptes, ni de procéder à des vérifications spécifiques concernant le respect du droit des sociétés. Dans ce contexte, nous n'avons procédé à aucune diligence d'audit visant à vérifier la fiabilité des données historiques utilisées, nous appuyant à cet égard sur le rapport des commissaires aux comptes de NextRadioTV qui comporte une certification sans réserve pour les comptes au 31 décembre 2014. Les comptes au 30 juin 2015 ont fait l'objet d'un examen limité qui n'a donné lieu à aucune réserve. Les comptes au 31 décembre 2015 sont en cours d'audit.

Nos travaux sont fondés sur l'évaluation de NextRadioTV que nous avons réalisée en décembre 2015 pour l'offre publique mentionnée ci-dessus. Ils ont consisté en une identification des évolutions enregistrées au niveau de la société elle-même et dans le contexte général sectoriel, opérationnel et financier ainsi qu'en une évaluation de leur impact financier.

Notre mission ne porte pas sur l'évaluation des actions Groupe News Participations, ni des actions Altice Content Luxembourg.

Notre mission ne saurait être assimilée à une mission de « due diligence » effectuée pour un prêteur ou un acquéreur et ne comporte pas les travaux nécessaires à ce type d'intervention.

D'une manière générale, conformément à notre lettre de mission, les documents qui nous ont été communiqués ont été considérés comme exacts et exhaustifs et n'ont pas fait l'objet de vérification particulière.

## 1. Présentation de l'Opération

### 1.1 Contexte et termes de l'Opération

---

Le 27 juillet 2015, Monsieur Alain Weill, président directeur général, fondateur et actionnaire principal de NextRadioTV et Monsieur Patrick Drahi, président fondateur d'Altice ont annoncé la conclusion d'un partenariat stratégique.

Dans ce cadre, ils se sont associés dans une société nouvellement créée, Groupe News Participations, détenue à hauteur de 51 % par News Participations (société contrôlée par Monsieur Alain Weill) et de 49 % par Altice Content Luxembourg (société contrôlée ultimement par Altice), et News Participations a acquis 24% du capital de Altice Content Luxembourg. Des promesses d'achat et de vente ont par ailleurs été conclues entre News Participations et Altice Content (société qui détient 76% de Altice Content Luxembourg) sur la participation de News Participations dans Altice Content Luxembourg, et une promesse de vente a été consentie par News Participations à Altice Content Luxembourg sur sa participation dans Groupe News Participations.

News Participations a cédé à Groupe News Participations, le 3 décembre 2015, sa participation représentant 100 % du capital de WMC, société qui détenait :

- 6 181 616 actions NextRadioTV représentant 37,76 % du capital et 48,94 % des droits de vote<sup>1</sup>,
- 1 764 515 BSAAR donnant potentiellement accès à 2 122 712 actions NextRadioTV.

La cession de WMC a été réalisée sur la base d'une valeur d'entreprise fondée sur une valeur des titres NextRadioTV de 37 euros par action et de 23,28 euros par BSAAR.

News Participations a également cédé à Groupe News Participations la créance en compte courant de 10,1 millions d'euros (montant à fin août 2015) qu'elle détenait sur WMC.

Par ailleurs, les 11 et 14 décembre 2015, trois actionnaires ont cédé à Groupe News Participations leurs actions NextRadioTV représentant au total 12,66 % du nombre total d'actions et 15,70 % des droits de vote avant cession (soit 9,03 % des droits de vote après perte de leurs droits de vote double du fait de la cession) ainsi que les 361 470 BSAAR qu'ils détenaient.

Groupe News Participations a lancé le 12 janvier 2016 une offre publique d'achat simplifiée sur NextRadioTV, au prix de 37 euros par action et 23,28 euros par BSAAR.

Dans le cadre du dépôt de cette offre, RLCF s'est prononcé sur le caractère équitable pour les actionnaires de NextRadioTV, du prix proposé pour les actions et les BSAAR, y compris dans le cas d'un retrait obligatoire.

---

<sup>1</sup> 51,01% en pourcentage des droits de vote exerçables

Les résultats de l'Offre ont été publiés le 2 février 2016. A l'issue de l'Offre, Groupe News Participations détenait :

- 15 627 298 actions représentant 95,47 % du capital
- 2 358 605 BSAAR représentant 97,91 % des BSAAR en circulation.

Une procédure de retrait obligatoire a ensuite été mise en œuvre le 8 février 2016, au même prix de 37 euros par action et 23,28 euros par BSAAR.

Dans le cadre de réorganisations internes au groupe Altice, il est envisagé de transférer les titres Altice Content Luxembourg à Numéricable-SFR. Cette opération (« l'Opération ») se fera par acquisition en espèces de ces titres sur la base d'un prix par action correspondant par transparence à un prix de 37 euros par action NextRadioTV.

Nous avons été mandatés par Numéricable-SFR pour donner un avis d'expert sur la valeur retenue pour les titres NextRadioTV dans le cadre de cette Opération. Notre mission ne porte pas sur l'appréciation de la valeur des titres Groupe News Participations ou la valeur des titres Altice Content Luxembourg.

## 1.2 Présentation de NextRadioTV

---

NextRadioTV est une société anonyme au capital de 654 760,24 euros divisé en 16 369 006 actions ordinaires d'une valeur nominale de 0,04 euro chacune. Il existe 2 408 996 BSAAR donnant potentiellement accès à 2 898 022 actions.

NextRadioTV est un groupe pluri-média, dont l'activité s'articule autour de quatre divisions opérationnelles :

### ► L'activité TV :

NextRadioTV exploite les chaînes gratuites BFMTV (information en continu), RMC Découverte (documentaires) et BFM Business TV (information économique et financière, diffusée sur la TNT Ile-de-France et nationalement sur les chaînes ADSL, câble et satellite).

Le groupe a acquis, le 5 mars 2015, la société La Banque Audiovisuelle, qui édite la plateforme VODEO de vidéo à la demande dédiée au genre documentaire. VODEO détient un catalogue de 5 000 programmes, des contrats de distribution câble, ADSL, et environ 3 000 abonnés SVOD.

Enfin, le groupe a annoncé en avril 2016 l'acquisition d'une participation de 39% dans le capital de PHO Holding, holding de contrôle de Diversité TV, société éditrice de la chaîne de la TNT Numéro 23 (« N23 »). L'accord prévoit que NextRadioTV aura la possibilité d'augmenter sa participation à 51% en juillet 2017 (sous réserve d'un accord préalable du Conseil Supérieur de l'Audiovisuel (« CSA ») puis à 100% en juillet 2018. L'acquisition est réalisée sur la base d'une valeur d'entreprise de 78 millions d'euros. Cette opération fait suite au projet d'acquisition annoncé en 2014, qui avait été interrompu par la décision du CSA de retirer à N23 son autorisation de diffuser, décision annulée par le Conseil d'Etat en mars 2016.

### ► L'activité Radio :

Le groupe exploite RMC (radio généraliste centrée sur l'actualité et l'interactivité avec les auditeurs, dans un format 100 % parlé), BFM Business Radio (la radio de l'économie), et RMC BFM Edition (pour l'activité d'édition musicale des titres diffusés à la radio).

► **L'activité Digital :**

NextRadioTV exploite les sites internet et mobiles 01net.com (le site de référence pour la presse high-tech en ligne, qui propose également des services de téléchargement gratuit) et le portail bfmtv.com (site d'information politique générale).

Afin de renforcer son activité dans le digital, le groupe a acquis, le 8 avril 2015, la société Moneyweb, site média qui opère 4 sites internet sur des thématiques complémentaires à celles de NextRadioTV :

- Tradingsat.com : site d'actualités et de conseils boursiers destiné à des investisseurs particuliers
- Lavieimmo.com : portail d'informations, de conseils et de services relatifs au secteur de l'immobilier
- Verif.com : plateforme de référence d'information sur les entreprises (statuts, comptes annuels)
- Zone-turf.fr : pronostics et actualité hippique

► **Les autres activités :**

Ce pôle regroupe les activités externes de l'agence de presse RMC Sport et de création/production de messages publicitaires de RMC BFM Production, ainsi que l'activité de production audiovisuelle de NextRadioTV Production.

Enfin, la commercialisation des espaces publicitaires pour l'ensemble du groupe est assurée par la société NextRégie.

Au titre de l'exercice 2015, le groupe a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 213,1 millions d'euros en croissance de 9,2%, et un résultat opérationnel courant de 26,8 millions d'euros.

Le chiffre d'affaires 2015 est réalisé à 100 % en France et est réparti comme suit :

- L'activité TV représente 56 % du chiffre d'affaires et génère un taux d'EBITDA de gestion de 11 % (20% en IFRS)
- L'activité Radio (36 % du chiffre d'affaires) réalise un taux d'EBITDA de 30 % et génère ainsi 85 % du résultat opérationnel consolidé
- L'activité Digital qui représente 8 % du chiffre d'affaires, n'est pas encore rentable
- Enfin, le résultat opérationnel des autres activités, qui représentent 1 % du chiffre d'affaires, s'élève à 0,4 million d'euros (soit un taux de marge de 19 %).

## 1.21 Analyse du marché et positionnement de NextRadioTV

Les marchés de la télévision et de la radio en France sont des marchés régulés par le CSA.

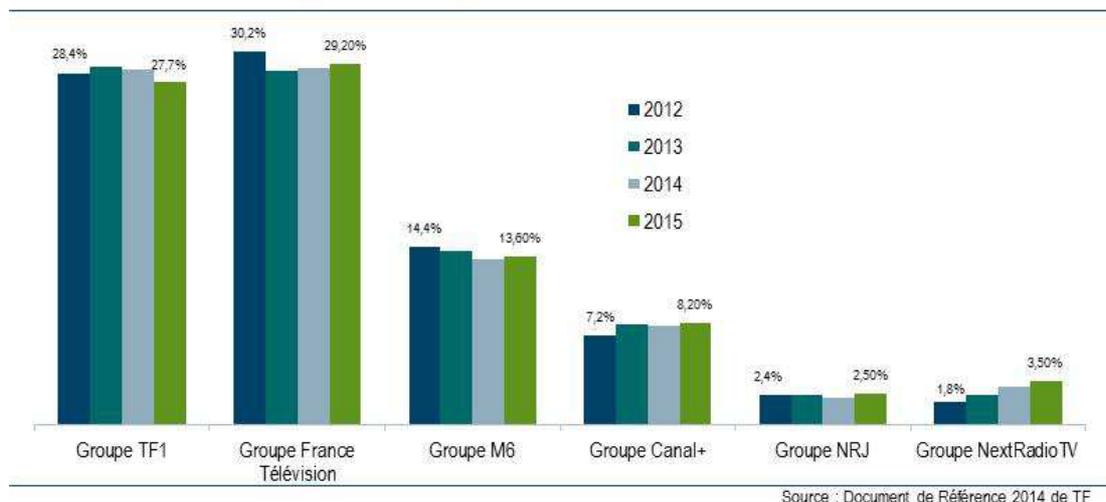
### 1.211 Le Marché de la télévision

Le marché de la télévision en France est en pleine évolution et connaît une mutation vers le média numérique avec une consommation croissante de contenus via des tablettes ou des smartphones, et le développement de nouvelles pratiques comme le *multi-screening*, ou le *replay*, ... qui accélèrent la fragmentation de l'audience télévisuelle. En conséquence de ces évolutions, la durée d'écoute de la télévision continue à diminuer en France.

Parallèlement, le paysage audiovisuel français est également en mutation. De 6 chaînes en clair en 2006, 75 % de la population a désormais accès à 26 chaînes en clair. Cet accroissement s'accompagne d'une fragmentation du marché qui accroît encore davantage la baisse des audiences des chaînes historiques.

Le graphique ci-après présente l'évolution sur 4 ans des parts d'audience TV des principaux groupes :

Part d'audience Individus âgés de 4 ans et plus



Les chaînes du groupe NextRadioTV font partie du groupe des chaînes gratuites, parmi lesquelles seules D8, W9, TMC et BFMTV (au-delà des chaînes historiques et d'Arte) génèrent une part d'audience supérieure à 2 % (source Médiamétrie - 2015). LCI qui faisait partie des concurrents payants de NextRadioTV est désormais diffusée en gratuit depuis le 5 avril 2016<sup>2</sup>.

Le pôle télévision de NextRadioTV subit également la concurrence de chaînes payantes, dont Planète+ pour les documentaires (groupe Canal+).

<sup>2</sup> Le CSA a autorisé en décembre 2015 le passage en gratuit de LCI

### *Focus sur les chaînes d'information en continu*

Depuis 1993 et la mise en service de la chaîne Euronews, de nombreux acteurs français sont arrivés sur le marché, tous diffusés en accès gratuit à l'exception de LCI : BFMTV, et son concurrent principal i Télé (dont la part d'audience ressort à 0,9 % en 2014 quand celle de BFMTV est de 2 %), mais également France24, en accès gratuit dans les DOM TOM et sur la TNT Ile de France, Euronews, chaîne paneuropéenne, LCP (la Chaîne Parlementaire), et BFM Business gratuite sur la TNT Ile de France.

#### **1.212 Le Marché de la Radio**

Le marché de la radio est aujourd'hui arrivé à maturité.

Il s'agit d'un marché très concurrentiel dans lequel les intervenants sont de taille et de natures diverses.

Le service public radiophonique est assuré par les trois sociétés Radio France, Réseau France Outre-Mer (RFO) et Radio France Internationale (RFI). Dans le secteur privé, près de 900 opérateurs sont autorisés à émettre dans la bande FM sur 4 700 fréquences.

Les principaux acteurs présents sur ce marché sont Radio France, en 1<sup>re</sup> position avec une part d'audience de 24,1 % sur janvier-mars 2016, suivi de RTL avec 11,9%. Viennent ensuite NRJ avec 7,2%, Europe1 à 6,8%, le GIE des Indés Radio<sup>3</sup> en 5<sup>ème</sup> position (%) et RMC avec 5,9%.

La moitié des recettes publicitaires des radios nationales est réalisée par les groupes NRJ (24 % de part de marché) et RTL (23%). Ces 2 groupes sont suivis par Lagardère Active (18 %), puis NextRadioTV qui capte une part de marché de 15 %.

Depuis 2007, les parts de marché de NextRadioTV et du GIE les Indés Radio (dont la commercialisation est assurée depuis 2009 par TF1 Publicité) ont connu de très fortes progressions : NextRadioTV est passé de moins de 10 % à quasiment 15 %, et le GIE Indépendant de 6 % à 13 %. A contrario, NRJ Group est passé de 26 % à 24 %.

#### **1.213 Le marché publicitaire**

Le marché publicitaire français a légèrement baissé en 2015 avec 12,8 milliards d'euros de recettes (-1,1%)<sup>4</sup>. Il s'agit d'un marché cyclique très lié à l'évolution de l'activité économique d'une part, et aux événements sportifs d'autre part. Sa répartition par média est marquée par la baisse continue de la part de la presse papier (-5,9% en 2015) au profit d'internet (+5,9% en 2015 et qui, en volume, dépasse pour la première fois la presse papier). La télévision reste le 1<sup>er</sup> média investi avec 25 % des recettes. La radio représente quant à elle 5,6 %.

---

<sup>3</sup> GIE regroupant 129 radios locales, régionales ou thématiques, multivilles, en France, fondé en novembre 1992. Ses 2 500 salariés (dont 500 journalistes), font de ce GIE le premier employeur de la FM privée

<sup>4</sup> Source IREP

### 1.214 Analyse SWOT

Nous présentons ci-après une analyse SWOT du groupe NextRadioTV :

| FORCES   | FAIBLESSES   |
|--|--|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>- Forte notoriété de BFM TV et BFM Business TV (information en continu), et de RMC (radio)</li> <li>- Cible différenciée : hommes de catégorie CSP+ et CSP++.</li> <li>- Fortes barrières à l'entrée sur les marchés TV et radio en raison des contraintes réglementaires (CSA)</li> <li>- Coût d'acquisition de programmes moindres que celui des grandes chaînes généralistes car le groupe produit de nombreux programmes</li> <li>- Développement de l'activité digitale, destinée à prendre le relais d'une activité radio arrivée à maturité</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Des revenus issus en quasi-totalité des recettes publicitaires (pas de diversification), facteur potentiel de cyclicité</li> <li>- Audience TV demeurant en deçà de celles des chaînes généralistes (supérieure à 10 % pour TF1, M6, et France 2)</li> <li>- Un marché de la radio arrivé à maturité</li> <li>- Retard dans la stratégie digitale par rapport à d'autres acteurs du secteur, car l'équilibre n'a été atteint que récemment sur l'activité TV ce qui a décalé les investissements dans le digital</li> <li>- L'activité digitale n'a pas encore atteint le point mort</li> </ul>   |
| OPPORTUNITES   | MENACES  |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>- Mutation du mode de consommation de la TV</li> <li>- Baisse continue de l'audience des chaînes historiques, qui profite aux chaînes de la TNT</li> <li>- Développement du numérique / digital</li> <li>- Possibilités de synergies importantes entre la TV, la radio et le digital</li> <li>- Acquisition de N23</li> <li>- Développement de synergies avec le groupe Altice</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>- Marché TV :                             <ul style="list-style-type: none"> <li>o Baisse continue du temps passé devant la télévision. Mutation du marché télévisuel vers le numérique, évolution du mode de consommation</li> <li>o Impact incertain du passage en gratuit de LCI - évolution de la stratégie i-Télé - arrivée d'une chaîne d'information France Télévision</li> </ul> </li> <li>- Marché de la radio :                             <ul style="list-style-type: none"> <li>o Ouverture des espaces publicitaires de Radio France à tous les annonceurs</li> </ul> </li> <li>- Activité digitale : obsolescence rapide des sources de revenus nécessitant un renouvellement incessant des idées pour générer de nouvelles sources</li> </ul> |

### 1.22 Performances

#### *Performances historiques*

Outre ses comptes consolidés établis selon les normes IFRS, le groupe suit également des indicateurs financiers comprenant un bilan, un compte de résultat et un tableau de flux simplifiés, en présentant les acquisitions de programmes (droits documentaires) en charges et non pas en actifs incorporels amortissables. Cette présentation, qui minore l'EBITDA et les dotations aux amortissements, est retenue pour l'établissement du plan d'affaires.

Le compte de résultat simplifié selon les deux présentations figure ci-après :

#### Compte de résultat (IFRS)

| en M€  | 2012a        | 2013a        | 2014a        | 2015a        |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Chiffre d'affaires</b>                      | <b>157,2</b> | <b>173,6</b> | <b>195,1</b> | <b>213,1</b> |
| <i>% d'évolution</i>                           | <i>n/a</i>   | <i>10,5%</i> | <i>12,4%</i> | <i>9,2%</i>  |
| <b>EBITDA</b>                                  | <b>26,4</b>  | <b>31,6</b>  | <b>40,0</b>  | <b>44,4</b>  |
| <i>% du chiffre d'affaires</i>                 | <i>16,8%</i> | <i>18,2%</i> | <i>20,5%</i> | <i>20,8%</i> |
| (-) Dotations nettes aux amort.                | (5,2)        | (7,8)        | (11,5)       | (17,6)       |
| <b>Résultat opérationnel courant</b>           | <b>21,2</b>  | <b>23,7</b>  | <b>28,5</b>  | <b>26,8</b>  |
| <i>% du chiffre d'affaires</i>                 | <i>13,5%</i> | <i>13,7%</i> | <i>14,6%</i> | <i>12,6%</i> |
| (-) Autres produits et charges opérationnelles | (0,2)        | (1,3)        | (0,9)        | (1,5)        |
| <b>Résultat opérationnel</b>                   | <b>21,0</b>  | <b>22,4</b>  | <b>27,6</b>  | <b>25,3</b>  |
| <i>% du chiffre d'affaires</i>                 | <i>13,4%</i> | <i>12,9%</i> | <i>14,1%</i> | <i>11,9%</i> |
| (-) Coût de l'endettement financier net        | (1,5)        | (1,1)        | (1,0)        | (1,5)        |
| (-) Impôts sur les résultats                   | (5,5)        | 11,3         | (9,8)        | (9,6)        |
| (-) Résultat net d'impôts des activités cédées | 0,1          | (24,5)       | -            | -            |
| <b>Résultat net</b>                            | <b>14,0</b>  | <b>8,1</b>   | <b>16,8</b>  | <b>14,2</b>  |

#### Compte de résultat (vision gestion)

| en M€                          | 2012a        | 2013a        | 2014a        | 2015a        |
|--------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Chiffre d'affaires</b>      | <b>158,3</b> | <b>173,7</b> | <b>195,3</b> | <b>213,2</b> |
| <i>% d'évolution</i>           | <i>n/a</i>   | <i>9,8%</i>  | <i>12,4%</i> | <i>9,2%</i>  |
| <b>EBITDA</b>                  | <b>26,1</b>  | <b>29,1</b>  | <b>33,8</b>  | <b>33,0</b>  |
| <i>% du chiffre d'affaires</i> | <i>16,5%</i> | <i>16,7%</i> | <i>17,3%</i> | <i>15,5%</i> |
| (-) D&A                        | (5,1)        | (5,2)        | (5,3)        | (6,2)        |
| <b>EBIT</b>                    | <b>21,1</b>  | <b>23,9</b>  | <b>28,5</b>  | <b>26,8</b>  |
| <i>% du chiffre d'affaires</i> | <i>13,3%</i> | <i>13,7%</i> | <i>14,6%</i> | <i>12,6%</i> |

L'activité progresse de +11 % par an en moyenne entre 2012 et 2015, essentiellement grâce à la croissance du pôle TV dont le chiffre d'affaires passe de 68,3 millions d'euros en 2012 à 118,8 millions d'euros en 2015, sous l'effet de revenus en hausse sur BFMTV ainsi que de la contribution croissante de la chaîne RMC Découverte, lancée en décembre 2012.

La marge d'EBITDA IFRS est également en forte hausse (+4,0 points entre 2012 et 2015). A noter que le retraitement des droits documentaires en charges en vision de gestion vient diminuer significativement le montant de l'EBITDA (impact de 11,4 millions d'euros en 2015). Le lancement de RMC Découverte fin 2012 a induit la nécessité d'acquérir des programmes afin de remplir la grille de cette chaîne et d'améliorer sa part d'audience. Ainsi, les acquisitions de programmes pour RMC Découverte se sont élevées à plus de 10 millions d'euros en 2013 et 2014 et atteignent 20 millions d'euros en 2015.

En 2015, l'EBITDA en vision gestion a légèrement baissé du fait de l'impact négatif des attentats de novembre qui ont entraîné le report de plusieurs grosses campagnes publicitaires et un alourdissement des charges de personnel du fait du surplus de charge de travail lié à la couverture des événements.

Le groupe a peu d'actifs corporels à son bilan puisque ses locaux sont loués, d'où un montant de dotation aux amortissements peu élevé. Les dotations IFRS comprennent l'amortissement des droits documentaires.

L'endettement du groupe est également peu significatif et le coût de l'endettement pèse par conséquent faiblement sur le résultat.

### Structure financière et gestion du BFR

Le bilan du groupe est présenté ci-après :

#### Bilan simplifié (IFRS)

| en M€                                     | 2012a        | 2013a        | 2014a        | 2015a        |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Goodwill                                  | 124.5        | 108.2        | 108.2        | 116.9        |
| Autres immobilisations incorporelles      | 3.3          | 11.4         | 17.4         | 30.7         |
| Autres immobilisations                    | 10.9         | 9.9          | 11.6         | 12.7         |
| <b>Actif Immobilisé</b>                   | <b>138.8</b> | <b>129.6</b> | <b>137.2</b> | <b>160.3</b> |
| Impôts différés actifs                    | 21.8         | 34.0         | 29.4         | 24.7         |
| BFR / (EFR)                               | (11.7)       | (8.7)        | (8.0)        | (2.8)        |
| Trésorerie et équivalents de trésorerie   | 11.6         | 14.8         | 21.1         | 18.6         |
| <b>Total actif</b>                        | <b>160.5</b> | <b>169.7</b> | <b>179.7</b> | <b>200.8</b> |
| <b>Capitaux propres</b>                   | <b>109.6</b> | <b>119.2</b> | <b>133.8</b> | <b>147.2</b> |
| Participations ne donnant pas le contrôle | 2.3          | 0.1          | 0.1          | 0.1          |
| Provisions                                | 4.2          | 5.7          | 7.1          | 10.0         |
| Passifs financiers non courants           | 44.3         | 44.8         | 38.8         | 43.5         |
| <b>Total passif</b>                       | <b>160.5</b> | <b>169.7</b> | <b>179.7</b> | <b>200.8</b> |

#### Bilan simplifié (vision gestion)

| en M€                                     | 2012a        | 2013a        | 2014a        | 2015a        |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Goodwill                                  | 124.5        | 108.2        | 108.2        | 116.9        |
| Autres actifs                             | 13.9         | 12.3         | 14.0         | 20.9         |
| Impôts différés actifs                    | 21.8         | 34.0         | 29.4         | 24.7         |
| BFR / (EFR)                               | (11.4)       | 0.5          | 7.1          | 19.6         |
| Trésorerie et équivalents de trésorerie   | 11.6         | 14.8         | 21.1         | 18.6         |
| <b>Total actif</b>                        | <b>160.5</b> | <b>169.7</b> | <b>179.7</b> | <b>200.8</b> |
| <b>Capitaux propres</b>                   | <b>109.6</b> | <b>119.2</b> | <b>133.8</b> | <b>147.2</b> |
| Participations ne donnant pas le contrôle | 2.3          | 0.1          | 0.1          | 0.1          |
| Passifs financiers                        | 44.3         | 44.8         | 38.8         | 43.5         |
| Provisions                                | 4.2          | 5.7          | 7.1          | 10.0         |
| <b>Total passif</b>                       | <b>160.5</b> | <b>169.7</b> | <b>179.7</b> | <b>200.8</b> |

Le goodwill porte essentiellement sur les activités Radio (56,6 millions d'euros) et Digital (58,7 millions d'euros au 31 décembre 2015).

Les autres immobilisations concernent essentiellement les droits documentaires en IFRS, ainsi que des équipements techniques et matériels afférents aux studios TV et radio.

Les impôts différés actifs sont essentiellement liés à des déficits reportables.

Hors programmes acquis, le groupe est structurellement en excédent de fonds de roulement. Les clients du groupe sont exclusivement des annonceurs, le 1<sup>er</sup> annonceur du groupe représentant moins de 2 % du chiffre d'affaires. Les acquisitions des droits documentaires pour RMC Découverte expliquent l'évolution du besoin en fonds de roulement selon la communication financière.

Les capitaux propres part du groupe s'établissent à 147,2 millions d'euros au 31 décembre 2015. L'évolution de +13,4 millions d'euros par rapport au 31 décembre 2014 est principalement liée à (i) la prise en compte du résultat annuel à hauteur de 14,2 millions d'euros et (ii) la distribution du dividende au titre de l'exercice 2014 de 0,48 euro par action, avec option du paiement en actions, qui a donné lieu à création de 259 942 actions nouvelles, émises à 24,99 euros par action, et à un versement en numéraire de 1,2 million d'euros.

Le capital social est composé au 31 décembre 2015 de 16 364 818 actions d'une valeur nominale de 0,04 euro, dont 45 266 actions propres.

La dette financière nette s'élève à 24,9 millions d'euros, dont 4,2 millions liés à des contrats de location-financement.

Les provisions comprennent 4,5 millions d'euros de provisions pour avantages du personnel, 5,2 millions de provisions pour litiges et 0,3 million de provision pour réorganisation.

## 2. Diligences effectuées

Nos diligences ont principalement consisté à :

- prendre connaissance des résultats de l'offre publique sur NextRadioTV ;
- analyser les comptes de NextRadioTV au 31 décembre 2015 ;
- étudier les évolutions récentes de la situation et des perspectives de NextRadioTV, et en particulier des impacts opérationnels et financiers de la prise de participation dans N23 ;
- étudier les partenariats prévus avec Numericable-SFR et leurs retombées financières pour NextRadioTV ;
- analyser les évolutions de marché susceptibles d'avoir un impact sur l'évaluation de NextRadioTV dans le cadre des différentes méthodes mises en œuvre, particulièrement le DCF et les comparables boursiers.

Dans le cadre de notre mission, nous avons pris connaissance d'un ensemble d'informations comptables et financières préparées par la Société au titre de l'exercice clos au 31 décembre 2015 et du premier trimestre de l'exercice 2016. Ces comptes n'ont pas encore fait l'objet d'une certification par les commissaires aux comptes. Nous rappelons que les comptes de NextRadioTV au 31 décembre 2014 ont fait l'objet d'une certification sans réserve et que ses comptes au 30 juin 2015 ont fait l'objet d'un examen limité qui n'a donné lieu à aucune réserve.

Nous nous sommes entretenus avec les dirigeants de NextRadioTV et de Numéricable-SFR tant pour appréhender le contexte de l'Opération que pour comprendre les perspectives d'activité de NextRadioTV et les prévisions financières qui en découlent. Ces échanges ont principalement porté sur :

- l'évolution récente de l'activité et du secteur et les perspectives de développement à moyen et long terme ;
- l'acquisition de la participation dans N23 ;
- les partenariats envisagés avec Numéricable-SFR et leurs retombées financières.

Concernant les méthodes d'évaluation analogiques, nous avons étudié les informations publiques disponibles sur les sociétés et transactions comparables à partir de nos bases de données.

### **3. Suivi des travaux d'évaluation réalisés dans le cadre de l'OPA simplifiée lancée par Groupe News Participations sur les actions NextRadioTV**

Dans notre rapport de décembre 2015, nous avons retenu à titre principal la méthode des flux de trésorerie actualisés et la méthode des comparables boursiers. Nous avons également étudié à titre d'information les multiples observés lors de transactions comparables.

#### **3.1 Méthode des flux de trésorerie actualisés**

---

##### *Plan d'affaires*

Le plan d'affaires que nous avons retenu en décembre 2015 était celui établi par le management en juillet 2015, confirmé par l'activité au 30 septembre 2015, faisant ressortir une croissance du chiffre d'affaires sur la période 2015-2019 de 9% par an en moyenne et une marge d'EBITDA en forte amélioration passant de 17,3% en 2014 à 23,7% en 2019.

Ce plan d'affaires n'intégrait pas l'acquisition de N23, nos travaux ayant été réalisés alors que le projet d'acquisition avait été interrompu suite à la décision du CSA de retirer à N23 son autorisation de diffuser. Il ne tenait pas compte non plus d'éventuelles synergies avec le groupe Altice qui au moment de nos travaux n'avaient pas encore été identifiées et quantifiées.

Le management de NextRadioTV nous a confirmé que les résultats définitifs 2015 ainsi que les réalisations du premier semestre 2016 ne remettaient pas en cause ce plan.

L'EBITDA en données de gestion (33,3 millions d'euros) est inférieur à l'atterrissage qui a servi de base à nos travaux (39,7 millions d'euros), en effet le groupe a dû faire face, du fait des attentats de novembre, au report de plusieurs campagnes publicitaires. Par ailleurs, la couverture des événements a entraîné une augmentation de la charge de travail qui a pesé sur les charges d'exploitation.

Le management de NextRadioTV nous a confirmé que ce décalage, lié à des éléments exceptionnels, ne remettait pas en question les années suivantes du plan d'affaires.

Le management de NextRadioTV nous a également présenté les résultats du premier trimestre 2016 comparés au budget. Le chiffre d'affaires ressort à 53,1 millions d'euros en progression de 10,1%, il est inférieur de 3% au budget. En revanche l'EBITDA, à 9,6 millions d'euros (+34%) est légèrement meilleur que le budget (9,5 millions d'euros), la différence étant due essentiellement à des décalages d'embauches. Le management nous a confirmé que ces résultats étaient en ligne avec le budget 2016.

Dans ce contexte, nous ne remettons pas en cause le plan qui a servi de base à nos travaux de décembre 2015 ni la période d'extrapolation de trois ans que nous avons intégrée afin de faire tendre la croissance en fin de période explicite vers la croissance normative.

### *Taux d'actualisation*

Nous avons retenu en décembre 2015 un taux d'actualisation de 8,7% correspondant au coût des fonds propres. Ce taux intégrait une prime spécifique de 1% pour tenir compte des risques non quantifiés dans le plan d'affaires (passage de LCI en gratuit, développement de la chaîne d'information de France Télévision) et, plus accessoirement, du différentiel de taille entre NextRadioTV et les sociétés de l'échantillon de comparables.

Nous avons comparé ce taux avec les données actuelles de marché.

En tenant compte d'une prime spécifique de 1% conforme à celle retenue dans nos travaux de décembre 2015, le taux d'actualisation ressort aujourd'hui à 8,6 %, proche du niveau de 8,7% retenu dans nos travaux de décembre 2015.

### *Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres*

Le passage entre valeur d'entreprise et valeur des fonds propres, calculé au 30 juin 2015, correspondait à une trésorerie nette de 51,2 millions d'euros (dont 25,7 millions d'euros de dette nette, 24,6 millions d'euros de valeur des déficits reportables et 51,2 millions d'euros de produit d'exercice des BSAAR).

La dette nette au 31 décembre 2015 s'établit à 24,9 millions d'euros. Elle est conforme aux hypothèses que nous avons retenues dans nos travaux, soit une dette nette au 30 juin 2015 de 25,7 millions d'euros et un flux de trésorerie pour le second semestre 2015 de 0,7 million d'euros. En effet, le décalage constaté en termes d'EBITDA a été compensé par un niveau d'investissement moins élevé que prévu (le plan d'affaires intégrait des investissements liés au projet de rénovation des locaux qui n'a finalement pas été poursuivi). Les autres éléments de passage entre valeur d'entreprise et valeur des fonds propres n'ont pas évolué de manière significative.

### *Valeur obtenue*

Sur ces bases, la valeur d'une action NextRadioTV ressortait en valeur centrale à 33,5 euros par action (fourchette de 31,4 euros à 36,1 euros).

En l'absence d'élément significatif modifiant les paramètres d'évaluation (seule une légère désactualisation pourrait être prise en compte), la valeur stand-alone de NextRadioTV se situe toujours dans la même fourchette.

### 3.2 Méthode des comparables boursiers

Cette méthode a été mise en œuvre sur la base d'un échantillon de 14 sociétés européennes actives dans les mêmes segments de marché que NextRadioTV et présentant des caractéristiques similaires en termes de croissance et de marges.

L'évaluation a été réalisée sur la base des multiples d'EV/EBITDA et d'EV/EBIT observés pour les exercices 2015 à 2017. Le multiple d'EBITDA moyen était compris entre 9,0x et 12,4x et le multiple d'EBIT moyen entre 10,3x et 15,4x.

Cette méthode conduisait, sur la base des prévisions hors N23 à des valeurs comprises entre :

- 27,0 et 31,5 euros par action en évaluation globale sur les multiples moyens de l'échantillon TV et Radio ;
- 26,5 et 31,6 euros par action en évaluation par somme des parties (en retenant les multiples des comparables sur chaque segment).

Nous avons actualisé les ratios de valorisation de notre échantillon de sociétés comparables.

#### Multiples comparables boursiers - 18 avril 2016

| Sociétés                 | EV/EBITDA                        |              |             | EV/EBIT      |              |              |       |
|--------------------------|----------------------------------|--------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-------|
|                          | 2015                             | 2016e        | 2017e       | 2015         | 2016e        | 2017e        |       |
| Télédiffuseurs européens | Métropole Télévision SA          | 8,5x         | 7,0x        | 6,4x         | 10,4x        | 10,3x        | 9,2x  |
|                          | TF1 Group                        | 9,6x         | 11,3x       | 8,8x         | 13,8x        | 17,4x        | 11,9x |
|                          | Atresmedia                       | 17,7x        | 14,5x       | 12,7x        | 19,4x        | 16,1x        | 13,9x |
|                          | ITV plc                          | 12,4x        | 10,8x       | 9,9x         | 13,6x        | 11,4x        | 10,3x |
|                          | ProSiebenSat.1 Media SE          | 14,8x        | 11,5x       | 10,7x        | 15,9x        | 13,7x        | 12,7x |
|                          | RTL Group SA                     | 9,6x         | 9,2x        | 8,7x         | 11,3x        | 10,7x        | 10,1x |
|                          | Modern Times Group Mtg AB        | 21,6x        | 10,8x       | 9,7x         | 23,0x        | 12,6x        | 11,2x |
|                          | Mediaset SpA                     | 17,9x        | 12,1x       | 9,7x         | 27,3x        | 16,4x        | 12,3x |
|                          | STV Group plc                    | 9,6x         | 8,6x        | 8,0x         | 10,6x        | 9,6x         | 8,7x  |
|                          | Mediaset España Comunicación, SA | 15,9x        | 14,3x       | 12,5x        | 17,1x        | 15,3x        | 13,3x |
| Radio                    | Wireless Group PLC               | 12,6x        | 14,2x       | 11,0x        | 14,2x        | 16,9x        | 12,2x |
|                          | NRJ Group SA                     | 9,2x         | 7,9x        | 6,2x         | 16,8x        | 10,8x        | 9,1x  |
| <b>Moyenne</b>           | <b>13,3x</b>                     | <b>11,0x</b> | <b>9,5x</b> | <b>16,1x</b> | <b>13,4x</b> | <b>11,2x</b> |       |
| <b>Médiane</b>           | <b>12,5x</b>                     | <b>11,0x</b> | <b>9,7x</b> | <b>15,1x</b> | <b>13,2x</b> | <b>11,6x</b> |       |

Les multiples d'EBITDA et d'EBIT sont légèrement supérieurs à ceux constatés dans nos travaux de décembre 2015, de 6% à 9% en fonction des années.

Sur la base de ces multiples actualisés, la valorisation de NextRadioTV ressortirait entre 28,8 et 34,0 euros par action.

### 3.3 Méthode des transactions comparables

---

La méthode des transactions comparables avait été mise en œuvre à titre d'information seulement compte tenu de la comparabilité limitée des cibles et du manque d'information sur les conditions précises des transactions.

Elle conduisait à des valeurs comprises entre 25,7 et 26,7 euros par action.

Nous n'avons pas identifié de nouvelle transaction comparable pour laquelle nous aurions suffisamment d'information pour calculer des multiples de valorisation.

## 4. Principales évolutions pouvant impacter la valeur de NextRadioTV

### 4.1 Passage de LCI en gratuit

---

Le 17 décembre 2015, le CSA a autorisé la diffusion en TNT gratuite de LCI. Le changement de mode de diffusion a débuté le 5 avril 2016 sur le canal 26.

Le plan d'affaires élaboré par NextRadioTV ne tenait pas compte de cette hypothèse. Pour nos travaux d'évaluation, nous l'avons intégrée au travers de la prise en compte d'une prime spécifique de 1% dans le taux d'actualisation<sup>5</sup>.

Il est encore trop tôt pour juger de l'impact effectif du changement de mode de diffusion de LCI sur les audiences de BFM TV, et le management nous a confirmé que le plan d'affaires n'avait pas été modifié à ce stade. L'étude d'impact publié dans la décision du CSA fait état d'une baisse potentielle de l'audience de BFM TV de l'ordre de 0,2% à 0,4%.

La prise en compte du risque au travers de la prime spécifique nous semble donc toujours justifiée. Pour information, une diminution du taux d'actualisation de 100bp a un impact positif de 5,5 euros sur la valeur de l'action.

### 4.2 Acquisition de Numéro 23

---

**Ce paragraphe a été supprimé**

---

<sup>5</sup> Cette prime spécifique couvrait également le développement de la chaîne d'information en continu du service public et plus accessoirement le différentiel de taille entre NextRadioTV et les sociétés comparables

**Ces paragraphes ont été supprimés**

#### 4.3 Développement de synergies avec Numéricable-SFR et passage de BFM Business TV en payant

---

**Ces paragraphes ont été supprimés**

## 5. Conclusion

L'Opération envisagée fait suite à l'acquisition par Groupe News Participations de NextRadioTV au terme d'une Offre publique initiée en décembre 2015. Cette offre, formulée au prix de 37 euros par action, a été acceptée par plus de 90% des actionnaires minoritaires de NextRadioTV, conduisant à une détention de plus de 95% par Groupe News Participations et à un retrait de la cote de NextRadioTV.

Nous avons réalisé dans le cadre de cette offre publique une évaluation de NextRadioTV. La valeur centrale obtenue par la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponible s'établissait à 33,5 euros par action NextRadioTV dans une optique stand-alone. Compte tenu de l'évolution des hypothèses de marché et de l'atterrissage des comptes de NextRadioTV à fin 2015, cette valorisation reste pertinente.

**Ces paragraphes ont été supprimés**

L'évaluation des contributions potentielles de ces différents projets conforte le prix de 37 euros qui avait été retenu pour l'Offre publique de décembre 2015 et qui est envisagé dans le cadre de l'Opération. Ce prix apparaît ainsi équitable pour les actionnaires de Numéricable-SFR.

**Paris, le 25 avril 2016**

**Alban Eyssette**

**Sonia Bonnet-Bernard**