

Alain AUVRAY
5, avenue Franklin Roosevelt
75008 PARIS

LEDOUBLE
15 rue d'Astorg
75008 PARIS

NUMERICABLE GROUP
Tour Ariane – 5 place des Pyramides
92088 LA DEFENSE Cedex
794 661 470 RCS Nanterre

APPORT D' ACTIONS SFR

RAPPORT DES COMMISSAIRES AUX APPORTS
SUR LA VALEUR DES APPORTS

28 octobre 2014

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 24 juillet 2014, concernant l'apport d'actions de la société, Société Française de Radiotéléphone – SFR, consenti par la société Vivendi à la société Numericable Group, nous avons établi le présent rapport sur la valeur de l'apport prévu à l'article L. 225-147 du Code de commerce.

S'agissant d'une opération d'apport au bénéfice d'une société émettant des titres admis à la négociation sur un marché réglementé, nous nous prononcerons également sur la rémunération de l'apport en application de la recommandation 2011-11 de l'Autorité des Marchés Financiers du 21 juillet 2011. Notre appréciation sur la rémunération de l'apport fait l'objet d'un rapport distinct.

La valeur de l'apport a été arrêtée dans le projet de traité d'apport en nature d'actions, signé par les parties le 28 octobre 2014, étant précisé que les principes de détermination de cette valeur résultent du Protocole d'accord en date du 20 juin 2014 conclu entre Altice, Numericable Group et Vivendi. Il nous appartient d'exprimer une conclusion sur le fait que la valeur de l'apport n'est pas surévaluée.

A cet effet, nous avons effectué les diligences selon la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes applicable à cette mission ; cette doctrine requiert la mise en œuvre de diligences destinées à apprécier la valeur de l'apport, 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 de l'apport augmentée de la prime d'apport.

Notre mission sur l'appréciation de la valeur de l'apport prend fin avec la remise du présent rapport, il ne nous appartient pas de le mettre à jour pour tenir compte des faits et circonstances postérieurs à sa date de signature.

Nous vous prions de trouver, ci-après, nos constatations et notre conclusion présentées dans l'ordre suivant :

1. Présentation de l'opération et description de l'apport.
2. Diligences et appréciation de la valeur de l'apport.
3. Synthèse.
4. Conclusion.

1. PRÉSENTATION DE L'OPÉRATION ET DESCRIPTION DE L'APPORT

1.1. Contexte de l'opération

Cette opération d'apport de titres s'inscrit dans le cadre de l'offre d'Altice proposant à Vivendi une acquisition par Numericable Group de l'intégralité de la participation de Vivendi, en capital et compte courant, dans les sociétés SFR et SIG 50.

Le 20 juin 2014, les sociétés Vivendi, Altice, Altice France et Numericable Group¹ ont signé un protocole d'acquisition par lequel il est prévu :

- (i) l'acquisition par Numericable Group, contre paiement en numéraire, ci-après l'Acquisition en Numéraire, dans les termes et conditions d'un contrat d'acquisition en date du 28 octobre 2014 :
 - a. d'une partie de la participation de Vivendi dans le capital de SFR représentant 74,6% du capital de la société,
 - b. de l'intégralité de la créance en compte-courant détenue par Vivendi sur SFR,
 - c. de l'intégralité de la participation de Vivendi dans SIG 50 ;

et,

- (ii) l'apport par Vivendi à Numericable Group du solde de sa participation en capital dans SFR, représentant 25,4% du capital de la société, rémunéré par la remise d'actions nouvelles Numericable Group conformément aux termes du présent traité d'apport en nature d'actions, dénommé ci-après le traité d'apport.

1.2. Présentation des sociétés concernées par l'opération

1.2.1. Société bénéficiaire

La société bénéficiaire de l'apport, Numericable Group est une société anonyme dont le siège social est situé 5 place de la Pyramide, Tour Ariane, 92088 Paris La Défense Cedex, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 794 661 470. Ses actions sont admises aux négociations sur le compartiment A de NYSE Euronext Paris.

Son capital social s'élève à ce jour à 123 942 012 euros, divisé en 123 942 012 actions ayant une valeur nominale de 1 euro, toutes de même catégorie et entièrement libérées. Préalablement à la réalisation de l'apport, il a été convenu que la société procède à une augmentation de capital d'environ 4,733 milliards d'euros par voie d'émission de 265 590 015 nouvelles actions au prix de souscription de 17,82 euros, dont l'émission a été décidée ce jour.

¹ Le prix de transaction porte pour la totalité du capital de SFR à un montant de valeur d'entreprise de 13,5 Milliards d'euros qui fait l'objet d'une clause d'ajustement de prix. L'application de la clause a été faite sur la base des dernières données financières disponibles et met en évidence un prix provisoire par action SFR de 46,7 euros.

En conséquence, préalablement à la réalisation de l'apport, le capital de la société s'élèvera à 389 532 027 euros, divisé en 389 532 027 actions ayant une valeur nominale de 1 euro, toutes de même catégorie et entièrement libérées.

Numericable Group est le principal câblo-opérateur intervenant en France et présent sur trois segments du marché des télécommunications : le segment B2C, le segment B2B et le segment dit de gros « *Wholesales* » (transport de données (voix, données...)).

1.2.2. Société apporteuse

La société apporteuse, Vivendi, est une société anonyme dont le siège social est situé 42 avenue de Friedland à Paris (75008), immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 343 134 763.

1.2.3. Société dont les titres sont apportés

La société dont les titres sont apportés est la Société Française du Radiotéléphone – SFR, ci-après SFR, société anonyme au capital de 3 423 265 598,40 euros, divisé en 225 214 842 actions de 15,20 euros chacune, dont le siège social est situé 42 avenue de Friedland à Paris (75008), immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 343 059 564.

SFR est un opérateur global de télécommunications qui propose des services mobiles, fixe, internet et télévision aux particuliers, aux entreprises, aux collectivités, et aux opérateurs (Grand Public et Entreprises).

1.2.4. Opérations préalables à l'apport

Numericable Group doit procéder à une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription d'un montant d'environ 4,733 milliards d'euros.

1.3. Description et évaluation de l'apport

Les 57 227 114 actions SFR apportées ont été évaluées à leur valeur réelle, soit un montant estimé par les parties à 2 375 836 046 euros soit 41,52 euros par action SFR.

Celle-ci a été appréciée à partir des valorisations arrêtées par chacune des parties sur la base de la méthode d'actualisation des flux de trésorerie.

La valorisation déterminée par cette méthode a été comparée par les parties au résultat obtenu par les approches analogiques des transactions comparables, des multiples boursiers et des notes d'analystes disponibles.

En milliards d'euros

Méthode	Valeur d'entreprise	Capitaux propres	Titres apportés
Actualisation des flux de trésorerie disponibles	13,4 - 17,7	7,8 - 12,1	2,0 - 3,1
Multiples des comparables boursiers	13,9 - 15,8	8,3 - 10,2	2,1 - 2,6
Multiples de transactions comparables	18,3 - 19,7	12,7 - 14,1	3,2 - 3,6
Objectifs de valorisation publiés par les analystes financiers	12,4 - 15,7	6,8 - 10,1	1,7 - 2,6

1.4. Rémunération de l'actif net apporté

Au terme d'une négociation qui s'est traduite par la signature d'un protocole arrêtant l'accord des parties sur l'engagement de Numericable Group d'émettre en rémunération de l'apport un nombre d'actions nouvelles conférant à Vivendi 20% du capital et des droits de vote de Numericable Group à l'issue de l'apport sur une base diluée².

Pour déterminer la rémunération de l'apport, les parties ont retenu les valeurs réelles des actions Numericable Group et des titres SFR apportés.

Il sera émis en rémunération de l'apport 97 387 845 actions Numericable Group.

Ces actions nouvelles, d'une valeur nominale de 1 euro chacune, auront un prix d'émission de 24,39561 euros et seront entièrement libérées.

En conséquence, en rémunération de l'apport, cette opération donnera lieu à une augmentation de capital de Numericable Group d'un montant global de 97 387 845 euros par l'émission de 97 387 845 actions nouvelles d'une valeur nominale de 1 euro chacune.

La différence entre la valeur de l'apport, soit 2 375 836 046 euros, et le montant de l'augmentation de capital de Numericable Group, soit 97 387 845 euros, constituera une prime d'apport de 2 278 448 201 euros sur laquelle porteront les droits des actionnaires anciens et nouveaux.

Par ailleurs, dès la date de réalisation de l'opération, les actions nouvelles émises en rémunération de l'apport :

- porteront jouissance courante, seront entièrement et immédiatement assimilées aux actions Numericable Group existantes, jouiront des mêmes droits et seront soumises à toutes les dispositions des statuts et aux décisions des assemblées générales de Numericable Group ;

² C'est-à-dire compte tenu (i) des actions Numericable Group émises dans le cadre de l'augmentation de capital de Numericable Group avec maintien du droit préférentiel de souscription d'un montant d'environ 4,733 milliards d'euros, (ii) du nombre d'actions Numericable Group nouvelles émises en rémunération de l'apport et (iii) de l'offre réservée aux salariés (ORS) dont le nombre d'actions est de 19 353 et qui aura lieu postérieurement à la réalisation des apports.

- seront négociables et feront l'objet, dès leur émission, d'une demande d'admission aux négociations sur le compartiment A de NYSE Euronext Paris sur la même ligne de cotation que les actions existantes de Numericable Group.

1.5. Aspects juridiques et fiscaux

Les modalités de réalisation de l'opération, qui sont présentées de façon détaillée dans le traité d'apport, peuvent se résumer comme suit.

1.5.1. Régime fiscal applicable à l'opération

Le régime fiscal applicable à la présente opération est présenté à l'article 6 du traité d'apport :

- l'apport constitue un apport pur et simple soumis au régime de droit commun des apports en nature prévu par l'article L. 225-147 du Code de commerce,
- conformément aux termes de l'article 810 du Code général des impôts, l'enregistrement des apports donnera lieu au paiement d'un droit fixe.

1.5.2. Date d'effet de l'apport

Sur le plan comptable et fiscal, l'opération prendra effet à la date de réalisation.

1.5.3. Date de réalisation de l'apport

La propriété des titres sera transmise à la société bénéficiaire à la date de réalisation de l'apport.

Sous réserve de la réalisation des conditions suspensives, la date de réalisation de l'apport est fixée au 27 novembre 2014 ou à toute autre date décidée d'un commun accord entre les parties.

1.5.4. Conditions suspensives

L'apport est soumis aux conditions suspensives suivantes :

- (i) la réception par Numericable Group, de la part des commissaires aux apports, de leur rapport sur la valeur des apports et de celui confirmant le caractère équitable de la rémunération proposée ;
- (ii) l'obtention d'une décision autorisant l'acquisition par Numericable Group des actions SFR au titre du contrôle des concentrations, prise par l'Autorité de la Concurrence ou, le cas échéant la Commission européenne ;
- (iii) l'obtention par Vivendi auprès de l'AMF d'une décision de dérogation à l'obligation de déposer une offre publique sur les titres de Numericable Group au titre des franchissements de seuils provoqués par l'apport ;

- (iv) l'enregistrement auprès de l'AMF d'un Document E relatif à l'apport dont les termes seront conformes aux dispositions de l'article 212-34 du règlement général de l'AMF, dans le délai fixé par ce même article ;
- (v) perception par Vivendi de l'intégralité du prix de cession au titre de la cession en numéraire des actions SFR ;
- (vi) approbation de l'apport, de son évaluation et de ses modalités de rémunération par l'assemblée générale des actionnaires de Numericable Group au vu des rapports des commissaires aux apports.

A défaut de réalisation des conditions suspensives au plus tard le 30 avril 2015 et sauf pour les parties à convenir d'un commun accord de repousser cette date, le traité d'apport sera caduc de plein droit, sans préjudice des indemnités qui pourraient être dues par l'une ou l'autre des parties dans le cas où une condition suspensive ferait défaut de son fait.

2. DILIGENCES ET APPRÉCIATION DE LA VALEUR DE L'APPORT

2.1. Diligences accomplies

Notre mission a pour objet d'éclairer les actionnaires de Numericable Group sur la valeur de l'apport.

Elle ne saurait être assimilée à une mission de « *due diligence* » menée pour un prêteur ou un acquéreur et ne comporte pas tous les travaux nécessaires à ce type d'intervention. Notre rapport ne peut être utilisé dans ce contexte.

Nous avons effectué les diligences que nous avons estimé nécessaires par référence à la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes applicable à ce type de mission, afin d'apprécier la valeur de l'apport.

Dans ce cadre, nous avons notamment :

- pris connaissance des objectifs de l'opération ;
- eu des entretiens avec les dirigeants, les responsables des services chargés de l'opération et les conseils des parties, tant pour appréhender le contexte de l'opération, que pour comprendre les modalités économiques, comptables, juridiques et fiscales dans lesquelles elle se situe ;
- analysé les informations juridiques relatives à la société SFR et à l'opération elle-même ;
- pris connaissance du protocole d'acquisition en date du 20 juin 2014 conclu entre les parties ainsi que du contrat de cession de titres qui intervient concomitamment au présent apport ;
- examiné le traité d'apport et ses annexes ;
- pris connaissance de l'activité et du marché sur lequel est positionné le groupe SFR ;
- examiné les informations financières historiques du groupe SFR à partir de comptes combinés arrêtés au 31 décembre 2013 et d'une situation combinée intermédiaire condensée au 30 juin 2014 ;
- vérifié que les opinions émises par les commissaires aux comptes correspondent à une certification sans réserve et permettent de confirmer que les derniers états financiers ne contiennent pas d'anomalies significatives ;
- examiné les plans d'affaires de SFR ainsi que les estimations de synergies attendues du rapprochement entre les deux groupes ;
- discuté de la pertinence des hypothèses retenues ainsi que des données structurantes ;
- apprécié la pertinence des approches d'évaluation de SFR retenues par les parties et analysé les paramètres utilisés ;

- pris connaissance des travaux d'évaluation menés par les experts des deux groupes ;
- mis en œuvre des méthodes alternatives ou complémentaires de valorisation et réalisé des tests de sensibilité pour chacune des approches de valorisation en fonction de critères jugés pertinents ;
- obtenu une lettre d'affirmation des dirigeants de Vivendi, qui nous ont confirmé les éléments significatifs utilisés dans le cadre de notre mission.

2.2. Réalité de l'apport

Dans le cadre de nos travaux, nous nous sommes assurés de la pleine propriété par Vivendi des titres objets du présent apport. Il nous a été confirmé que ces titres étaient libres de tout engagement.

2.3 Appréciation de la méthode de valorisation de l'apport et de sa conformité à la réglementation comptable

Aux termes du traité d'apport, les parties sont convenues de retenir la valeur réelle en tant que valeur d'apport.

En l'espèce, l'économie générale de la présente opération d'apport de titres s'assimile à une opération à l'endroit d'apport isolé entre sociétés sous contrôle distinct au sens du règlement n° 2004-01 du CRC relatif au traitement comptable des fusions et opérations assimilées.

Par conséquent, le principe de retenir la valeur réelle de l'apport est justifié et n'appelle pas de commentaire de notre part.

2.4 Appréciation de la valeur de l'apport

2.4.1. Appréciation de la valeur individuelle de l'apport

La valeur de l'apport s'élève à un total de 2 375 836 046 euros.

L'appréciation de la valeur individuelle des apports ne trouve pas à s'appliquer à cette opération, s'agissant d'un apport de titres tous de même nature.

L'analyse porte donc sur la valeur globale de l'apport.

La valeur de l'apport a été appréciée en tenant compte de la réalisation de l'acquisition envisagée dans son ensemble, et non sur la base de la valorisation isolée de la seule quote-part du capital de SFR faisant l'objet de l'apport, la réalisation de l'acquisition constituant une opération indissociable de l'apport³.

³ L'appréciation de la valeur de SFR est donc à réaliser sur la base d'un transfert de la totalité de son capital à Numericable Group.

2.4.2. Appréciation de la valeur globale de l'apport

La valorisation de SFR et, plus particulièrement des titres apportés, a été conduite en recourant aux méthodes d'évaluation décrites au paragraphe 1.3 ci-dessus.

Nous avons, pour notre part, mis en œuvre les calculs nécessaires pour apprécier la pertinence des méthodes exposées et procéder à une évaluation multicritère.

Dans le cadre de l'approche multicritère qui doit être mise en œuvre dans ce type d'opération, nous n'avons pas relevé d'autres méthodes susceptibles d'être appliquées.

Les approches suivantes ont été écartées :

- l'actif net comptable n'est pas été retenu dans la mesure où il ne prend pas en compte le potentiel de développement de SFR ;
- l'actif net réévalué est surtout pertinent dans le cas de holdings ou de sociétés présentant un patrimoine ayant une valeur historique inscrite au bilan très en deçà de sa valeur de réalisation économique. Cette approche est donc inadaptée au regard de l'activité de SFR qui peut être appréciée de façon plus pertinente par une approche intrinsèque ;
- les objectifs de valorisation publiés par les analystes financiers après annonce de l'opération intègrent des primes de rapprochement liées à l'opération qui ne sont pas appropriées, s'agissant de l'appréciation de la seule société SFR dans le cadre de l'apport.

Les méthodes d'évaluation que nous avons privilégiées l'ont également été par les parties, à savoir :

- une approche intrinsèque par l'actualisation des flux de trésorerie disponibles,
- des approches analogiques ayant pour référence les multiples des comparables boursiers et les multiples de transactions comparables,
- les objectifs de valorisation publiés par les analystes financiers (avant annonce de l'opération).

Toutefois, les paramètres retenus par nos soins peuvent présenter des différences par rapport à ceux retenus par les parties résultant notamment de l'appréciation de certains critères ou de l'accès que nous avons eu aux données internes de SFR notamment s'agissant du plan d'affaires qui nous a été communiqué directement par le management de SFR.

En outre, nous avons effectué des tests de sensibilité pour chacune des méthodes.

S'agissant de l'endettement net⁴, il a été estimé, par nos soins, sur la base des comptes combinés intermédiaires condensés du groupe SFR établis au 30 juin 2014.

⁴ Outre l'endettement financier publié, l'endettement net intègre le décaissement des provisions et des engagements comptabilisés, les encaissements et décaissements des actifs hors BFR.

Ainsi, pour chacune des méthodes d'évaluation que nous avons mises en œuvre, la déduction de l'endettement net global de la valeur d'entreprise ainsi déterminée nous a permis d'apprécier une valeur des capitaux propres et une valeur par action de SFR.

(i) EVALUATION PAR LA MÉTHODE DES FLUX PRÉVISIONNELS DE TRÉSORERIE

Cette méthode consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'une entreprise par l'actualisation des flux financiers issus d'un plan prévisionnel à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité du marché vis-à-vis de l'entreprise, en tenant compte d'une valeur de sortie à l'horizon de ce plan.

Dans ce cadre, une revue du plan prévisionnel établi par le management de SFR⁵, sur la période allant de 2014 à 2019, a été effectuée. Nous avons procédé à une extrapolation de ce plan pour dégager un flux, dit normatif, au regard de la croissance du marché attendue à long terme, de la politique d'investissements et de l'évolution du besoin en fonds de roulement.

La valeur terminale, correspondant à la valeur de l'entreprise à l'issue de cet horizon extrapolé, a été calculée sur la base du flux de trésorerie jugé normatif, actualisé à l'infini⁶.

Cette approche nous a permis d'apprécier la valeur de SFR dans son mode de fonctionnement actuel avant toute opération de rapprochement avec Numericable Group.

Notre étude a été complétée par des analyses de sensibilité notamment au taux d'actualisation et à la croissance attendue.

Dans une seconde étape, nous avons analysé de façon détaillée les évolutions de coûts et de produits identifiées par Numericable Group et directement affectables à SFR que cette dernière pourrait mettre en œuvre de façon autonome, et procédé à leur valorisation selon les mêmes critères que ceux retenus pour la valorisation de SFR.

Ainsi, en tenant compte des prévisions d'activité de SFR dans son mode de fonctionnement actuel et des évolutions de coûts et de produits évoquées ci-dessus, la méthode des flux prévisionnels de trésorerie aboutit à une valeur des actions apportées comprise entre 2,4 et 2,6 milliards d'euros qui conforte la valeur d'apport de 2,4 milliards d'euros.

(ii) EVALUATION PAR LA MÉTHODE DES COMPARABLES BOURSIERS

Le recours à cette méthode consiste à déterminer, sur la base du cours de bourse de sociétés évoluant sur un secteur d'activité identique, un coefficient multiplicateur permettant de déterminer une valeur d'entreprise. Nous avons identifié un échantillon de sociétés cotées comparables dans le secteur des télécoms⁷. Les multiples issus de cet échantillon⁸ ont été

⁵ Ce plan a été établi avant prise en compte du rapprochement avec Numericable Group et s'inscrit dans le principe d'un maintien de l'activité de SFR en « *stand alone* ». Le plan prévisionnel de SFR a été arrêté par le management le 27 janvier 2014 et a servi de base à la mise en œuvre des tests d'*impairment* à fin 2013.

⁶ Taux actualisation SFR = 2,1% (taux sans risque) + à 0,59 (béta économique)*9% (prime de risque marché actions) = 7,3%.

⁷ Sociétés composant notre échantillon SFR : Colt Group, Iliad, Tiscali, Mobistar, Tele 2, Belgacom, Deutsche Telekom, Telefonica et Telenor. L'échantillon retenu par les parties est le suivant : Orange, Vodafone, Iliad, Telefonica Deutschland et Mobistar.

⁸ Sur la base de multiples d'EBITDA 2014 à 2016 compris entre 6,6x et 6,8x.

appliqués aux agrégats financiers 2014, 2015 et 2016 représentatifs de l'activité et de la rentabilité de SFR. L'EBITDA⁹ a été retenu comme indicateur le plus pertinent.

Cette approche valorise les titres apportés dans une fourchette de 2,4 à 2,8 milliards d'euros, cohérente avec la valeur attribuée à l'apport.

(III) EVALUATION PAR LA METHODE DES TRANSACTIONS COMPARABLES

1/ Transaction sur le titre SFR

L'apport des titres SFR s'inscrit dans le cadre d'un protocole signé par les parties le 20 juin 2014, qui prévoit concomitamment à l'opération d'apport, la cession d'une part significative du capital de la société SFR.

Cette cession s'assimile à une transaction sur les actions SFR, dont il résulte une valeur de référence par action librement négociée entre des parties indépendantes et informées et faisant suite à une confrontation avec d'autres offres concurrentes.

Nous avons revu les conditions financières de cession arrêtées par les parties dans le protocole d'acquisition.

La valeur des titres apportés par référence à la valeur de transaction estimée à ce jour s'établit à 2,7 milliards d'euros.

Ainsi, la valeur d'apport retenue par les parties est cohérente et prudente au regard de ce prix de référence concomitant portant sur une part majoritaire du capital de SFR.

2/ Autres transactions comparables

Nous avons également retenu un échantillon de transactions estimées comme comparables, évoluant sur un secteur d'activité identique.

Sur la base des prix d'acquisition décotés d'une prime de contrôle usuelle¹⁰, le coefficient multiplicateur qui en résulte permet de déterminer une valeur d'entreprise de SFR.

Les valorisations obtenues par cette méthode comprises entre 2,2 et 3,2 milliards d'euros suivant le niveau de décote retenu ne remettent pas en cause la valeur d'apport.

(IV) EVALUATION PAR LA METHODE DES OBJECTIFS DE COURS DES ANALYSTES FINANCIERS

Les analystes financiers suivent très régulièrement l'évolution de la valeur des titres Vivendi en donnant une valorisation attendue par le « marché » au travers de notes financières directement consultables à partir de bases de données spécialisées. Ces notes ont régulièrement inclus jusqu'à fin avril 2014, une valorisation propre à SFR.

⁹ Les EBITDA ressortent du plan prévisionnel mentionné au 2.4.2 (I).

¹⁰ Prime de contrôle estimée forfaitairement à un maximum de 27%.

Nous avons analysé ces notes d'analystes avant et après annonce de l'opération de rapprochement.

Les notes avant opération¹¹, font ressortir une valeur comprise entre 1,4 et 2,6 milliards d'euros qui encadre la valeur d'apport.

Les notes après annonce de l'opération¹², font ressortir une valeur nettement supérieure à la valeur des apports. Elles intègrent des primes de rapprochement globales à l'opération et de ce fait ne peuvent, à notre avis, être retenues comme pertinentes, s'agissant de l'appréciation de la seule société SFR dans le cadre de l'apport.

¹¹ Sur la base de multiples d'EBITDA compris entre 4,4x et 6,5x.

¹² Sur la base de multiples d'EBITDA compris entre 5,6x et 9,8x.

3. SYNTHÈSE

En milliards d'euros

Méthode	Titres apportés	
Valeurs multicritères retenues par les parties (document E)	1,7	3,6
Evaluation par la méthode des flux prévisionnels de trésorerie - §2.4.2.(I)	2,4	2,6
Evaluation par la méthode des comparables boursiers - §2.4.2.(II)	2,4	2,8
Evaluation par la méthode des transactions comparables - Transaction sur le titre SFR - §2.4.2.(III)		2,7
Evaluation par la méthode des transactions comparables - Autres transactions comparables - §2.4.2.(III)	2,2	3,2
Evaluation par la méthode des objectifs de cours des analystes financiers - §2.4.2.(IV)	1,4	2,6
Valeur d'apport retenue par les parties		2,4

Les différentes approches de valorisation menées par nos soins encadrent la valeur d'apport des titres SFR retenue par les parties étant précisé que :

- Le prix de cession des titres SFR résultant d'un accord entre Vivendi et Numericable Group fixe une valeur de référence à l'action SFR. Ce prix de référence conforte le caractère prudent donné à la valeur de l'apport. (paragraphe 2.4.2 III-1).
- La méthode des flux prévisionnels de trésorerie, intégrant les évolutions de coûts et de produits identifiées par Numericable Group que SFR pourrait mettre en œuvre de façon autonome, conforte la valeur d'apport (paragraphe 2.4.2 I).

Il convient de souligner la sensibilité du modèle économique aux fluctuations des marchés de la téléphonie qui connaissent actuellement une forte tension. Les valeurs pourraient être sensiblement modifiées si les hypothèses de long terme du modèle étaient affectées par la volatilité de l'environnement économique des marchés.

Toutefois, les tests de sensibilité effectués conduisent à considérer l'existence, dans le résultat de ces calculs financiers, d'une capacité raisonnable d'absorption de ces aléas.

- Les méthodes des transactions comparables et des comparables boursiers permettent de conforter les analyses quant à la cohérence de la valeur d'apport retenue (paragraphe 2.4.2 II et 2.4.2 III-2).

A l'issue de nos travaux, nous n'avons pas d'observation à formuler sur la valeur de l'apport.

4. CONCLUSION

Sur la base de nos travaux et à la date du présent rapport, nous sommes d'avis que la valeur de l'apport s'élevant à 2 375 836 046 euros n'est pas surévaluée et, en conséquence, qu'elle est au moins égale au montant de l'augmentation de capital de la société bénéficiaire de l'apport, majorée de la prime d'apport.

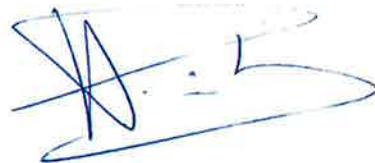
Fait à Paris, le 28 octobre 2014

Les commissaires aux apports

LEDOUBLE SAS



Alain AUVRAY



Agnès PINIOT

Alain AUVRAY
5 avenue Franklin Roosevelt
75008 PARIS

LEDOUBLE
15 rue d'Astorg
75008 PARIS

VIVENDI
42 avenue de Friedland
75008 PARIS
343 134 763 RCS Paris

NUMERICABLE GROUP
Tour Ariane
5 place des Pyramides
92088 LA DEFENSE Cedex
794 661 470 RCS Nanterre

APPORT D' ACTIONS SFR

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

28 octobre 2014

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 24 juillet 2014, concernant l'apport d'actions de la société, Société Française de Radiotéléphone – SFR, consenti par la société Vivendi à la société Numericable Group, et s'agissant d'une opération d'apport au bénéfice d'une société émettant des titres admis à la négociation sur un marché réglementé, nous avons à nous prononcer sur la rémunération de l'apport en application de la recommandation 2011-11 de l'Autorité des Marchés Financiers du 21 juillet 2011. Notre appréciation sur la valeur de l'apport fait l'objet d'un rapport distinct.

La rémunération de l'apport résulte du rapport d'échange qui a été arrêté dans le projet de traité d'apport en nature d'actions, signé par les parties le 28 octobre 2014, étant précisé que les principes de détermination de cette valeur résultent du Protocole d'accord en date du 20 juin 2014 conclu entre Altice, Numericable Group et Vivendi. Il nous appartient d'exprimer un avis sur le caractère équitable de ce rapport d'échange. À cet effet, nous avons effectué nos diligences selon la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes applicable à cette mission. Cette doctrine professionnelle 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.

Notre mission sur l'appréciation de la parité et de la rémunération de l'apport prend fin avec la remise du présent rapport, il ne nous appartient pas de le mettre à jour pour tenir compte des faits et circonstances postérieurs à sa date de signature.

Nous vous prions de trouver, ci-après, nos constatations et notre conclusion présentées dans l'ordre suivant :

1. Présentation de l'opération.
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.
4. Conclusion.

1. PRÉSENTATION DE L'OPÉRATION

1.1. Contexte de l'opération

Cette opération d'apport de titres s'inscrit dans le cadre de l'offre d'Altice proposant à Vivendi une acquisition par Numericable Group de l'intégralité de la participation de Vivendi, en capital et compte courant, dans les sociétés SFR et SIG 50.

Le 20 juin 2014, les sociétés Vivendi, Altice, Altice France et Numericable Group¹ ont signé un protocole d'acquisition par lequel il est prévu :

- (i) l'acquisition par Numericable Group, contre paiement en numéraire, ci-après l'Acquisition en Numéraire, dans les termes et conditions d'un contrat d'acquisition en date du 28 octobre 2014 :
 - a. d'une partie de la participation de Vivendi dans le capital de SFR représentant 74,6% du capital de la société,
 - b. de l'intégralité de la créance en compte-courant détenue par Vivendi sur SFR,
 - c. de l'intégralité de la participation de Vivendi dans SIG 50 ;

et,

- (ii) l'apport par Vivendi à Numericable Group du solde de sa participation en capital dans SFR, représentant 25,4% du capital de la société, rémunéré par la remise d'actions nouvelles Numericable Group conformément aux termes du présent traité d'apport en nature d'actions, dénommé ci-après le traité d'apport.

1.2. Présentation des sociétés concernées par l'opération

1.2.1. Société bénéficiaire

La société bénéficiaire de l'apport, Numericable Group est une société anonyme dont le siège social est situé 5 place de la Pyramide, Tour Aziane, 92088 Paris La Défense Cedex, immatriculée au Registre du Commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 794 661 470. Ses actions sont admises aux négociations sur le compartiment A de NYSE Euronext Paris.

Son capital social s'élève à ce jour à 123 942 012 euros, divisé en 123 942 012 actions ayant une valeur nominale de 1 euro, toutes de même catégorie et entièrement libérées. Préalablement à la réalisation de l'apport, il a été convenu que la société procède à une augmentation de capital d'environ 4,733 milliards d'euros par voie d'émission de 265 590 015 nouvelles actions au prix de souscription de 17,82 euros, dont l'émission a été décidée ce jour.

¹ Le prix de transaction porte pour la totalité du capital de SFR à un montant de valeur d'entreprise de 13,5 milliards d'euros qui fait l'objet d'une clause d'ajustement de prix. L'application de la clause a été faite sur la base des dernières données financières de SFR disponibles et met en évidence un prix provisoire par action SFR de 46,7 euros.

En conséquence, préalablement à la réalisation de l'apport, le capital de la société s'élèvera à 389 532 027 euros, divisé en 389 532 027 actions ayant une valeur nominale de 1 euro, toutes de même catégorie et entièrement libérées.

Numericable Group est le principal câblo-opérateur intervenant en France et présent sur trois segments du marché des télécommunications : le segment B2C, le segment B2B et le segment dit de gros « *Wholesales* » (transport de données (voix, données...)).

1.2.2. Société apporteuse

La société apporteuse, Vivendi, est une société anonyme dont le siège social est situé 42 avenue de Friedland à Paris (75008), immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 343 134 763.

1.2.3. Société dont les titres sont apportés

La société dont les titres sont apportés est la Société Française du Radiotéléphone – SFR, ci-après SFR, société anonyme au capital de 3 423 265 598,40 euros, divisé en 225 214 842 actions de 15,20 euros chacune, dont le siège social est situé 42 avenue de Friedland à Paris (75008), immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 343 059 564.

SFR est un opérateur global de télécommunications qui propose des services mobiles, fixe, internet et télévision aux particuliers, aux entreprises, aux collectivités, et aux opérateurs (Grand Public et Entreprises).

1.2.4. Opérations préalables à l'apport

Numericable Group doit procéder à une augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription d'un montant d'environ 4,733 milliards d'euros.

1.3. Description et évaluation de l'apport

Les 57 227 114 actions SFR apportées ont été évaluées à leur valeur réelle, soit un montant estimé par les parties à 2 375 836 046 euros.

Celle-ci a été appréciée à partir des valorisations arrêtées par chacune des parties sur la base de la méthode d'actualisation des flux de trésorerie.

La valorisation déterminée par cette méthode a été comparée par les parties au résultat obtenu par les approches analogiques des transactions comparables, des multiples boursiers et des notes d'analystes disponibles.

1.4. Rémunération de l'actif net apporté

Au terme d'une négociation qui s'est traduite par la signature d'un protocole arrêtant l'accord des parties sur l'engagement de Numericable Group d'émettre en rémunération de l'apport un

nombre d'actions nouvelles conférant à Vivendi 20% du capital et des droits de vote de Numericable Group à l'issue de l'apport sur une base diluée².

Pour déterminer la rémunération de l'apport, les parties ont retenu les valeurs réelles des actions Numericable Group et des titres SFR apportées.

Il sera émis en rémunération de l'apport 97 387 845 actions Numericable Group.

Ces actions nouvelles, d'une valeur nominale de 1 euro chacune, auront un prix d'émission de 24,39561 euros et seront entièrement libérées.

En conséquence, en rémunération de l'apport, cette opération donnera lieu à une augmentation de capital de Numericable Group d'un montant global de 97 387 845 euros par l'émission de 97 387 845 actions nouvelles d'une valeur nominale de 1 euro chacune.

La différence entre la valeur de l'apport, soit 2 375 836 046 euros et le montant de l'augmentation de capital de Numericable Group, soit 97 387 845 euros, constituera une prime d'apport de 2 278 448 201 euros sur laquelle porteront les droits des actionnaires anciens et nouveaux.

Par ailleurs, dès la date de réalisation de l'opération, les actions nouvelles émises en rémunération de l'apport :

- porteront jouissance courante, seront entièrement et immédiatement assimilées aux actions Numericable Group existantes, jouiront des mêmes droits et seront soumises à toutes les dispositions des statuts et aux décisions des assemblées générales de Numericable Group ;
- seront négociables et feront l'objet, dès leur émission, d'une demande d'admission aux négociations sur le compartiment A de NYSE Euronext Paris sur la même ligne de cotation que les actions existantes de Numericable Group.

1.5. Aspects juridiques et fiscaux

Les modalités de réalisation de l'opération, qui sont présentées de façon détaillée dans le traité d'apport, peuvent se résumer comme suit.

1.5.1. Régime fiscal applicable à l'opération

Le régime fiscal applicable à la présente opération est présenté à l'article 6 du traité d'apport :

- l'apport constitue un apport pur et simple soumis au régime de droit commun des apports en nature prévu par l'article L. 225-147 du Code de commerce,

² C'est-à-dire compte tenu (i) des actions Numericable Group émises dans le cadre de l'augmentation de capital de Numericable Group avec maintien du droit préférentiel de souscription d'un montant d'environ 4,733 milliards d'euros, (ii) du nombre d'actions Numericable Group nouvelles émises en rémunération de l'apport et (iii) de l'offre réservée aux salariés (ORS) dont le nombre d'actions est de 19 353 et qui aura lieu postérieurement à la réalisation des apports.

- conformément aux termes de l'article 810 du Code général des impôts, l'enregistrement des apports donnera lieu au paiement d'un droit fixe.

1.5.2. Date d'effet de l'apport

Sur le plan comptable et fiscal, l'opération prendra effet à la date de réalisation.

1.5.3. Date de réalisation de l'apport

La propriété des titres sera transmise à la société bénéficiaire à la date de réalisation de l'apport.

Sous réserve de la réalisation des conditions suspensives, la date de réalisation de l'apport est fixée au 27 novembre 2014 ou à toute autre date décidée d'un commun accord entre les parties.

1.5.4. Conditions suspensives

L'apport est soumis aux conditions suspensives suivantes :

- (i) la réception par Numericable Group, de la part des commissaires aux apports, de leur rapport sur la valeur des apports et de celui confirmant le caractère équitable de la rémunération proposée ;
- (ii) l'obtention d'une décision autorisant l'acquisition par Numericable Group des actions SFR au titre du contrôle des concentrations, prise par l'Autorité de la Concurrence ou, le cas échéant la Commission européenne ;
- (iii) l'obtention par Vivendi auprès de l'AMF d'une décision de dérogation à l'obligation de déposer une offre publique sur les titres de Numericable Group au titre des franchissements de seuils provoqués par l'apport ;
- (iv) l'enregistrement auprès de l'AMF d'un Document E relatif à l'apport dont les termes seront conformes aux dispositions de l'article 212-34 du règlement général de l'AMF, dans le délai fixé par ce même article ;
- (v) perception par Vivendi de l'intégralité du prix de cession au titre de la cession en numéraire des actions SFR ;
- (vi) approbation de l'apport, de son évaluation et de ses modalités de rémunération par l'assemblée générale des actionnaires de Numericable Group au vu des rapports des commissaires aux apports.

A défaut de réalisation des conditions suspensives au plus tard le 30 avril 2015 et sauf pour les parties à convenir d'un commun accord de repousser cette date, le traité d'apport sera caduc de plein droit, sans préjudice des indemnités qui pourraient être dues par l'une ou l'autre des parties dans le cas où une condition suspensive ferait défaut de son fait.

2. VÉRIFICATION DE LA PERTINENCE DES VALEURS RELATIVES ATTRIBUÉES AUX ACTIONS DES SOCIÉTÉS PARTICIPANT À L'OPÉRATION

2.1. Présentation de la parité retenue par les parties

Pour déterminer le nombre d'actions à émettre par la société Numericable Group en rémunération de l'apport, les parties ont procédé à une comparaison de la valeur réelle par action de SFR et de Numericable Group selon une approche multicritère d'évaluation des sociétés concernées.

La valorisation de chacune des deux sociétés a été réalisée de manière homogène en privilégiant quatre méthodes :

- une comparaison entre, d'une part, les cours de bourse historiques et les moyennes des cours de bourse historiques pondérés par les volumes quotidiens de Numericable Group au 24 février 2014, date à laquelle Vivendi a confirmé les négociations avec Altice et au 27 octobre 2014 et, d'autre part, la valeur de transaction pour l'acquisition des actions SFR en numéraire ;
- une analyse des cours de bourse cibles des analystes couvrant, d'une part, Numericable Group et, d'autre part, Vivendi en isolant SFR dans une somme des parties, antérieurement et postérieurement au 24 février 2014 ;
- une valorisation par référence aux multiples boursiers sur les sociétés cotées comparables ;
- la comparaison des valorisations obtenues pour Numericable Group et SFR par la méthode d'actualisation des flux de trésorerie futurs sur la base des prévisions établies par Numericable Group.

2.2. Diligences accomplies

Notre mission, prévue par la loi, 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 opérations spécifiques concernant le respect du droit des sociétés. Elle ne saurait être assimilée à une mission de « *due diligence* » effectuée pour un prêteur ou un acquéreur et ne comporte pas tous les travaux nécessaires à ce type d'intervention.

Nous avons effectué les diligences que nous avons estimé nécessaires par référence à la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes afin d'apprécier la rémunération de l'apport et notamment la pertinence des valeurs relatives attribuées aux titres des sociétés participant à l'opération et le positionnement du rapport d'échange par rapport à ces valeurs relatives jugées pertinentes.

Dans ce cadre, nous avons notamment :

- pris connaissance des objectifs de l'opération ;

- eu des entretiens avec les dirigeants, les responsables des services chargés de l'opération et les conseils des parties, tant pour appréhender le contexte de l'opération, que pour comprendre les modalités économiques, comptables, juridiques et fiscales dans lesquelles elle se situe ;
- pris connaissance de l'activité et du marché sur lequel sont positionnées les deux sociétés et leurs filiales ;
- examiné le traité d'apport et ses annexes signé en date du 28 octobre 2014 ;
- examiné les informations financières historiques des deux sociétés et vérifié que les opinions, correspondant à une certification sans réserve, émises par les commissaires aux comptes permettaient de nous assurer que les derniers états financiers ne contiennent pas d'anomalies significatives ;
- examiné les plans d'affaires de SFR et Numericable Group établis par le management respectif des deux groupes et discuté de la pertinence des hypothèses retenues, notamment afin de nous assurer du caractère homogène de ces hypothèses et des données structurantes pour les deux groupes ;
- revue les hypothèses du plan prévisionnel établi par Numericable Group intégrant les synergies attendues du rapprochement entre les deux activités ;
- pris connaissance des travaux de détermination des valeurs relatives établies par les parties et leurs conseils ;
- apprécié la pertinence des approches retenues et des paramètres utilisés ;
- mis en œuvre des méthodes alternatives de valorisation et réalisé des tests de sensibilité du rapport d'échange pour chacune des approches de valorisation en fonction de critères jugés pertinents ;
- vérifié l'absence de faits ou d'événements intervenus du 30 juin 2014 au jour de la signature du présent rapport susceptibles de remettre en cause les valeurs relatives envisagées ;
- obtenu une lettre d'affirmation de la part des dirigeants pour chacune des sociétés concernées par l'opération qui nous ont confirmé les éléments significatifs utilisés dans le cadre de notre mission.

2.3 Appréciation de la pertinence des valeurs relatives attribuées aux actions des sociétés participant à l'opération

L'appréciation des valeurs relatives attribuées, par les parties, aux actions des sociétés participant à l'opération appelle, de notre part, les observations suivantes :

- les méthodes de valorisation retenues par les parties pour la détermination de la valeur réelle des actions sont usuelles et adaptées au regard de l'activité des sociétés concernées, de leur taille et de leur structure financière ;

- dans le cadre de notre analyse nous avons souhaité étendre les critères afin de déterminer la sensibilité du rapport d'échange à des paramètres connexes.

Les évaluations complémentaires menées par nos soins, telles que détaillées ci-après § 2.3.1 à § 2.3.3, sont exclusivement destinées à déterminer les valeurs relatives des entités pour apprécier la parité proposée par les parties.

Dès lors, nous avons écarté les approches d'évaluation qui ne peuvent être mises en œuvre de façon homogène ou cohérente pour les sociétés Numericable Group et SFR.

Dans ce cadre, les approches suivantes ont été présentées uniquement à titre d'information :

- l'actif net comptable Numericable Group et SFR n'est pas représentatif de la valeur réelle des sociétés concernées, mais est composé, pour l'essentiel, d'actifs incorporels et corporels résultant d'opérations passées ;
- les objectifs de cours des analystes qui suivent les titres Numericable Group et Vivendi, en isolant SFR dans une somme des parties. Nous considérons cette approche comme étant, au cas particulier de la présente opération, de nature plutôt informationnelle dans la mesure où les dernières notes d'analystes ne sont pas aux mêmes dates pour les deux sociétés. Il apparaît toutefois que les résultats de cette approche menée par les parties s'inscrivent dans la fourchette des parités d'échange déterminées selon les autres approches qu'elle vient conforter.

2.3.1. Paramètres retenus dans les différentes approches d'évaluation par les commissaires aux comptes

Le nombre d'actions et l'endettement net sont les paramètres communs aux différentes méthodes d'évaluation que nous avons mises en œuvre.

Le nombre d'actions composant le capital social de Numericable Group et SFR retenu à la date du présent rapport, intègre pour Numericable Group les actions qui seront émises dans le cadre de l'augmentation de capital à intervenir préalablement à l'apport.

Nombre d'actions Numericable			Nombre d'actions SFR		
Date	Opération	nb. D'actions	Date	Opération	nb. D'actions
août-13	Constitution par voie d'apports en numéraire	37 000			
nov-13	Apports en nature des actionnaires	113 772 229			
nov-13	Augmentation de capital par offre au public	10 080 645			
nov-13	Augmentation de capital par offre aux salariés	52 138			
Total		123 942 012			
	Nombre d'actions ORS	19 353			
	Total dilué	123 961 365			
	Emission actions augmentation de capital	265 590 015			
	Nombre d'actions retenu	389 551 380	Nombre d'actions retenu		225 214 832

Nous avons estimé l'endettement net de Numericable Group et SFR au 30 juin 2014³ à partir (i) des comptes consolidés établis selon le référentiel IFRS de Numericable Group au 30 juin 2014 et (ii) des comptes combinés de SFR à cette même date. L'endettement net intègre l'endettement financier, le décaissement des provisions et le règlement des dettes et des créances liées aux investissements⁴.

Concernant Numericable Group la trésorerie issue de l'augmentation de capital à venir d'environ 4,733 milliards d'euros a été prise en compte.

2.3.2. Approches d'évaluation privilégiées

Les méthodes d'évaluation privilégiées par nous-mêmes et adaptées à l'activité des deux groupes l'ont également été par les parties.

Toutefois, les paramètres retenus par nos soins peuvent présenter des différences résultant notamment de l'accès que nous avons eu aux données financières internes des deux groupes.

En outre, nous avons effectué des tests de sensibilité pour chacune des méthodes afin d'apprécier la pertinence des valeurs relatives attribuées aux titres des sociétés participant à l'opération et le caractère équitable du rapport d'échange.

2.3.2.1. Cours de bourse – valeur de transaction

Nous avons examiné l'évolution du cours de bourse historique de l'action Numericable Group⁵ :

- au 24 février 2014, date de la confirmation par Vivendi des négociations avec Altice pour la cession de SFR ;
- au 27 octobre 2014 afin de suivre les évolutions observées postérieurement à l'annonce ;
- sur des moyennes de cours pondérées des volumes échangés sur des périodes plus ou moins longues à partir de ces deux dates et sur des périodes historiques commençant le jour de l'introduction en bourse de Numericable Group⁶.

Dans le cadre du calcul de la parité d'échange, la valeur de SFR associée au cours de bourse de Numericable Group est la valeur de transaction estimée à ce jour⁷ pour les calculs post-annonce.

Avant annonce, le cours de bourse de Numericable Group correspond à une valeur sans prise en compte des synergies attachées au rapprochement des deux groupes.

³ Les flux de trésorerie retenus pour 2014 intègrent alors la totalité des flux du second semestre 2014.

⁴ Créances et dettes hors BFR.

⁵ Au 27 octobre 2014. Flottant : 25% du capital. Durée de rotation du capital (en années) : 2,5 ans - Durée de rotation du flottant (en années) : 0,6 année.

⁶ Le 7 novembre 2013.

⁷ Après prise en compte des dernières données financières SFR disponibles.

De façon symétrique, il a été porté en déduction de la valeur de SFR retenue dans le cadre de l'apport la valeur des évolutions de coûts et de produits identifiées par Numericable Group et que SFR aurait pu mettre en œuvre de façon autonome, incluses dans cette valeur.

Aucune prime de contrôle n'a été retraitée dans cette approche d'évaluation à la fois chez SFR et chez Numericable Groupe⁸.

Selon cette approche la parité ressortant de l'ensemble de nos analyses incluant des cours moyens sur des périodes de 1 à 3 mois est comprise entre :

- 1,74 et 1,83 action Numericable Group remise en rémunération d'une action SFR avant annonce ;
- 1,70 à 1,82 action Numericable Group remise en rémunération d'une action SFR après annonce.

2.3.2.2. Évaluation intrinsèque par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie

Selon la méthode par actualisation des flux prévisionnels de trésorerie, ci-après méthode DCF, la valeur des fonds propres d'une entreprise est égale à la valeur actuelle des flux de trésorerie futurs que son exploitation est susceptible de générer, déduction faite des investissements nécessaires à son activité et de son endettement net à la date de l'évaluation.

Dans le cadre de nos estimations, nous avons retenu le plan prévisionnel établi par le *management*⁹ des groupes Numericable Group et SFR en nous assurant de la similitude des principes d'élaboration et de l'homogénéité des hypothèses retenues. Notre revue des plans prévisionnels a été réalisée par activité¹⁰ en considérant les réalisations des dernières années, les programmes de développements décidés à ce jour, les perspectives des marchés et les plans d'investissements importants liés au caractère capitalistique des activités des deux groupes.

Nous avons extrapolé le plan d'affaires de SFR sur une durée de cinq années pour capter les flux générés par les investissements de développement qui seront effectués sur l'horizon explicite du plan d'affaires.

Enfin, la valeur terminale, correspondant à la valeur de l'entreprise à l'issue de la période de prévisions, a été calculée sur la base du flux de trésorerie jugé normatif¹¹ actualisé à l'infini à l'aide de la formule de Gordon-Shapiro.

⁸ Les pourcentages échangés étant minoritaires pour SFR et Numericable Group.

⁹ Le plan prévisionnel de Numericable Group utilisé est le même que celui utilisé lors de l'introduction en bourse en novembre 2013. Le plan prévisionnel à moyen terme de SFR est celui arrêté par la direction dans la perspective de l'établissement des *impairments tests* à fin 2013. Les données 2014 ont été actualisées au regard des réalisations à fin juin 2014.

¹⁰ (*Business to Consumer, Business to Business, Wholesale*).

¹¹ (en fonction de la croissance du marché attendue à long terme, de la politique d'investissements et de l'évolution du besoin en fonds de roulement - BFR des deux groupes).

Les taux retenus pour actualiser les flux de trésorerie ont été déterminés sur la base de paramètres de marché identiques pour les deux groupes à l'exception du *beta* de l'actif économique calculé par référence à des échantillons de sociétés comparables cotées qui ont été différenciés pour bien refléter le niveau de risque des deux activités (câble et téléphonie mobile)¹².

Selon cette approche la parité ressortant de l'ensemble de nos analyses de sensibilité est comprise entre 1,44 et 1,74 action Numericable Group remise en rémunération d'une action SFR.

La parité qui ressort de la méthode d'évaluation des DCF mise en œuvre par les parties s'inscrit dans une fourchette comprise entre 1,91 et 2,80. L'écart par rapport à nos approches résulte essentiellement :

- (i) de l'anticipation par les parties d'un taux de croissance normatif plus élevé pour SFR ;
- (ii) de l'utilisation pour valoriser SFR d'un plan prévisionnel établi par Numericable Group.

2.3.2.3. Méthode analogique par référence aux comparables boursiers

Une approche analogique par référence à des multiples boursiers observés sur des sociétés cotées comparables, a également été mise en œuvre.

La constitution de l'échantillon de sociétés comparables a été arrêtée en fonction des spécificités pour Numericable Group et SFR.

Nous avons retenu comme indicateur l'EBITDA¹³ projeté aux 31 décembre 2014, 2015 et 2016 en considérant les coefficients médians de nos échantillons¹⁴. C'est en effet l'indicateur le plus homogène dans la mesure où il n'est pas affecté par les différences de politiques d'investissement puis d'amortissement des actifs, dans une industrie fortement capitalistique.

Sur cette base, le rapport d'échange s'établit entre 1,90 et 2,27 actions Numericable Group émises en rémunération d'une action SFR¹⁵.

¹² Taux d'actualisation Numericable Group = 2,1% (taux sans risque) + 0,57 (beta actif économique) * 9% (prime de risque marché actions) = 7,2%. Taux d'actualisation SFR = 2,1% (taux sans risque) + 0,59 (beta actif économique) * 9% (prime de risque marché actions) = 7,3%. La croissance perpétuelle retenue pour SFR est de 0,5% inférieure à celle de Numericable Group en liaison avec les niveaux de croissance respectifs observés dans les plans prévisionnels.

¹³ Équivalent de l'Excédent Brut d'Exploitation. Les EBITDA ressortent des plans prévisionnels présentés § 2.3.2.2.

¹⁴ Sociétés composant notre échantillon Numericable Group : Nos, Liberty Global, Telenet, Ziggo et Kabel Deutschland. Les parties ont intégré Altice et Com Hem à leur échantillon et ont écarté Nos et Kabel Deutschland. Sociétés composant notre échantillon SFR : Colt Group, Iliad, Tiscali, Mobistar, Tele 2, Belgacom, Deutsche Telekom, Telefonica et Telenor. L'échantillon retenu par les parties est le suivant : Orange, Vodafone, Iliad, Telefonica Deutschland et Mobistar.

¹⁵ Sur la base de multiples d'EBITDA 2014 à 2016 compris entre 9,1x et 9,9x pour Numericable Group et de multiples d'EBITDA 2014 à 2016 compris entre 6,6x et 6,8x pour SFR.

2.3.2.4. Méthode analogique par référence aux transactions comparables

Nous avons également évalué Numericable Group et SFR en référence aux multiples d'EBITDA observés lors de transactions que nous considérons comme comparables en termes sectoriels et géographiques. Lorsque ces transactions impliquaient une prise de contrôle de la société cible, nous avons retraité le multiple d'EBITDA¹⁶.

Sur cette base, le rapport d'échange s'établit à 2,00 actions Numericable Group émises en rémunération d'une action SFR.

2.3.3. Approches à titre de recoupement

Les analyses, détaillées ci-après, ont été mises en œuvre à titre de recoupement dans la mesure où leur mise en application présente des limitations qui seront précisées.

2.3.3.1. Évaluations par l'actif net comptable

La méthode consistant à évaluer Numericable Group et SFR par leur actif net comptable n'est pas pertinente pour les deux groupes pris individuellement. Cette méthode ne recouvre que trop partiellement leurs perspectives de développement.

S'agissant d'une parité, elle peut toutefois donner une indication sur l'intensité capitalistique des activités des deux sociétés.

À titre d'information, la parité calculée selon l'actif net comptable consolidé au 30 juin 2014 ressort à 2,29 actions Numericable Group remises en échange d'une action SFR.

2.3.3.2. Évaluations par les objectifs de cours des analystes

Cette méthode consiste à évaluer Numericable Group et SFR selon les objectifs de cours des analystes financiers qui suivent ces valeurs.

Numericable Group dispose d'une couverture importante de la part des analystes.

Concernant SFR, société non cotée, nous avons extrait sa valorisation des notes d'analystes qui suivent Vivendi dans une approche « somme des parties ».

L'évaluation par les objectifs de cours des analystes, présente en l'espèce, l'inconvénient de ne pas pouvoir être mise en œuvre de façon totalement homogène et cohérente entre les deux sociétés au regard du fait que seul un des deux groupes est coté et que post-annonce, les analystes retiennent pour SFR le prix de transaction annoncé.

¹⁶ Prime de contrôle estimée forfaitairement à un maximum de 27%.

Nous avons ajusté les objectifs de cours unitaires de l'augmentation de capital de Numericable Group d'environ 4,733 milliards d'euros à venir.

À titre d'information, les parités calculées selon cette approche sont comprises entre 1,75 et 2,31 actions Numericable Group remises en l'échange d'une action SFR apportée selon que les notes d'analystes sont appréhendées avant ou après le 24 février 2014.

3. APPRECIATION DU CARACTÈRE ÉQUITABLE DU RAPPORT D'ÉCHANGE PROPOSÉ

3.1. Méthodes retenues par les parties pour déterminer la rémunération des apports

Les parties ont retenu les méthodes suivantes (i) analyse du cours de bourse au 24 février 2014 ainsi qu'au 30 septembre 2014, (ii) analyse des cours cible des analystes couvrant Numericable Group et des sommes des parties de ceux couvrant Vivendi, (iii) analyse des multiples boursiers de sociétés cotées comparables et (iv) une analyse des valorisations obtenues par actualisation des flux futurs de trésorerie.

L'application de ces méthodes fait ressortir les parités suivantes¹⁷ :

	Parité d'échange implicite ⁽³⁾
Référence au cours de bourse - Période précédant l'annonce ⁽¹⁾	
Cours de bourse - Période précédant l'annonce ⁽¹⁾	2,31 - 2,60
Objectif de cours des analystes - Période précédant l'annonce ⁽¹⁾	2,24 - 2,85
Référence au cours de bourse au 27 octobre 2014	
Cours de bourse au au 27 octobre 2014	1,51 - 1,72
Objectifs de cours des analystes ⁽²⁾	1,35 - 2,93
Autres références de valorisation	
Actualisation des flux de trésorerie disponibles	1,91 - 2,80
Multiples des comparables boursiers	2,86 - 2,92

(1) 24 février 2014
(2) 27 octobre 2014
(3) Sur la base d'une parité d'échange implicite calculée sur la base de la valeur d'apport de 15 milliards d'euros

Les parties ont prévu de retenir une parité consistant à émettre 1,70 action Numericable Group en échange d'une action SFR.

3.2. Diligences effectuées

Nous avons effectué les diligences que nous avons estimé nécessaires selon la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes pour apprécier le caractère équitable du rapport d'échange proposé et de la rémunération induite.

En particulier, nous nous sommes appuyés sur les travaux précédemment décrits § 2.3. au niveau des sociétés Numericable Group et SFR pour :

¹⁷ SFR / Numericable

- vérifier la pertinence des valeurs relatives attribuées par les parties à chacune des sociétés participant à l'opération ;
- étendre les critères de détermination de ces valeurs relatives.

3.3. Appréciation du caractère équitable du rapport d'échange proposé

3.3.1. Caractéristiques du rapport d'échange

Afin d'apprécier le caractère équitable de la rémunération des apports pour les actionnaires de Numericable pour Vivendi, nous l'avons estimé en appliquant des méthodes d'évaluation homogènes pour les groupes Numericable Group et SFR.

Notre fourchette de parité, reprise dans les tableaux ci-après, ne présente pas de divergence significative par rapport à la fourchette de parité déterminée par les parties à la présente opération. Elle apparaît toutefois plus resserrée et comporte moins de valeurs hautes.

Les approches d'évaluation qui nous paraissent les plus pertinentes et les plus homogènes pour évaluer les sociétés Numericable Group et SFR sont (i) les multiples de transactions comparables, (ii) la comparaison avec un échantillon des sociétés cotées comparables, (iii) les cours de bourse et (iv) l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie :

Parité SFR / Numericable	
Méthode	Parité SFR / Numericable
Méthodes privilégiées	
Cours de bourse avant annonce (24/02/2014)	1,74 - 1,83
Cours de bourse au 27/10/2014	1,70 - 1,82
DCF	1,44 - 1,74
x boursiers EBITDA 2014 - 2016	1,90 - 2,27
x transactions EBITDA médiane décoté	2,00

Suivant les critères, nous observons une fourchette de parité comprise entre 1,44 et 2,27 actions Numericable Group émises en rémunération d'une action SFR apportée qui dès lors encadrent la parité retenue de 1,70.

3.3.2. Synergies

Numericable Group anticipe des synergies du rapprochement avec SFR de coûts et de revenus qui vont bénéficier au nouvel ensemble résultant du rapprochement entre Numericable Group et SFR. Nos calculs¹⁸ n'intègrent pas les synergies attendues dans la mesure où ils ont pour unique objet l'appréciation de la parité d'échange qui repose sur les caractéristiques individuelles de SFR et Numericable Group.

¹⁸ A l'exception des analyses portant sur de données boursières post-annonce telles que mentionnées, ci-avant, aux § 2.3.2.1 et § 2.3.3.2.

4. CONCLUSION

Sur la base de nos travaux et à la date du présent rapport, nous sommes d'avis que le rapport d'échange de 1,70 action Numericable Group pour 1 action SFR, arrêté par les parties, présente un caractère équitable.

Fait à Paris, le 28 octobre 2014

Les commissaires aux apports

LEDOUBLE SAS



Alain AUVRAY



Agnès PINIOT