

Numericable-SFR

Société anonyme à conseil d'administration au capital de 486.939.225 €
Siège social : 1, Square Béla Bartók – 75015 Paris
RCS Paris 794 661 470

Rapport du commissaire

Chargé d'apprécier la valeur de 48.693.922 actions Numericable-SFR
dont l'acquisition est envisagée

(Art. L.225-101 du Code de commerce)

Mesdames et Messieurs les Actionnaires,

En exécution de la mission qui nous a été confiée par ordonnance de Monsieur le Président du Tribunal de Commerce de Paris en date du 1^{er} avril 2015 concernant l'acquisition, dans les deux ans suivant l'immatriculation de la société au Registre du commerce et des sociétés, d'un bien appartenant à un actionnaire et dont le prix d'acquisition envisagé est au moins égal à un dixième du capital social, nous avons établi le présent rapport prévu par l'article L.225-101 du Code de commerce.

Le prix d'acquisition envisagé résulte d'un accord entre les dirigeants et l'actionnaire cédant.

Il nous appartient d'exprimer une conclusion sur le fait que ce prix n'est pas surévalué.

A 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 requiert la mise en œuvre de diligences destinées à apprécier la pertinence des critères retenus pour justifier le prix d'acquisition envisagé et s'assurer que celui-ci n'est pas surévalué.

Notre mission sur l'appréciation du prix d'acquisition 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 avons l'honneur de vous rendre compte de l'accomplissement de notre mission de la manière suivante:

- Présentation et description du bien dont l'acquisition est envisagée
- Diligences et appréciation de la pertinence des critères retenus
- Conclusion

1. Présentation et description du bien dont l'acquisition est envisagée

1.1. Contexte de l'opération

La société Numericable-SFR (anciennement dénommée Numericable Group), constituée en août 2013, a finalisé en date en date du 27 novembre 2014 l'acquisition de la société SFR et de ses filiales (ci-après « SFR ») auprès du groupe Vivendi (ci-après « Vivendi »).

Le prix d'acquisition de SFR a représenté un montant estimé à 17,1 milliards d'euros dont :

- 13,1 milliards en trésorerie
- 3,3 milliards d'augmentation de capital (prime d'émission incluse), en rémunération d'un apport de titres SFR par Vivendi (montant exprimé en juste valeur à la date d'opération)
- et 0,7 milliard de complément de prix éventuel.

A l'issue de ces opérations, le groupe Vivendi détenait environ 20% du capital de Numericable-SFR, avec possibilité pour Vivendi de céder ultérieurement cette participation au groupe Altice (actionnaire majoritaire de la société Numericable-SFR) après une période d'incessibilité d'un an.

Le 18 février 2015, les sociétés Numericable-SFR et Altice ont déposé une offre ferme de rachat de la participation de 20% détenue par Vivendi dans Numericable-SFR, sur la base d'un prix par action de 40 euros (soit un montant total de 3,9 milliards d'euros).

Cette offre a été acceptée par le conseil de surveillance de Vivendi le 27 février 2015 et a été traduite dans des accords signés par les parties à cette même date qui prévoient notamment que :

- l'acquisition de cette participation minoritaire de 20% sera réalisée pour la première moitié par Numericable-SFR, dans le cadre d'un programme de rachat d'actions assorti d'un paiement comptant, et pour la seconde moitié par Altice ;
- Vivendi versera à Numericable-SFR un montant de 116 millions d'euros en application de la procédure d'ajustement de prix convenue entre les parties ;
- Vivendi renoncera définitivement à tous compléments de prix au titre de l'acquisition de SFR par Numericable-SFR.

Ainsi, dans le cadre de ces accords, la société Numericable-SFR, société constituée depuis moins de deux ans, envisage d'acquérir auprès l'un de ses actionnaires, la société Vivendi, la moitié des actions Numericable-SFR que cette dernière détient (soit 48.693.922 actions), représentant 10% du capital social.

1.2. Société cédante, actionnaire de votre société : Vivendi

La société cédante est la société Vivendi, société anonyme à directoire et conseil de surveillance au capital de 7.416.864.702,50 euros, dont le siège social est 42, avenue de Friedland, 75008 Paris. Elle est immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 343 134 763.

La société Vivendi est cotée sur le marché réglementé Euronext Paris.

Cette dernière détient 97.387.845 actions de la société Numericable-SFR, représentant environ 20% du capital de cette société : ces actions sont issues de l'opération d'apport de titres SFR réalisée en date du 27 novembre 2014 (cf. paragraphe 1.1.).

1.3. Société acquéreuse : Numericable-SFR

La société Numericable-SFR est une société anonyme à conseil d'administration au capital de 486.939.225 € divisé en 486.939.225 actions de valeur nominale de 1 euro chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie.

Son siège social est situé 1, Square Béla Bartók – 75015 Paris.

Elle est immatriculée au registre du commerce et des sociétés depuis le 6 août 2013 sous le numéro 794 661 470.

Les actions de la société Numericable-SFR sont admises aux négociations sur le marché réglementé Euronext Paris : les titres de la société sont cotés depuis le 8 novembre 2013, avec un prix d'introduction initialement fixé à 24,80 euros.

Numericable-SFR a pour objet en France et hors de France tel que défini par l'article 2 de ses statuts :

- L'activité de holding détenant des participations financières sous quelque forme que ce soit (minoritaires ou majoritaires) dans des sociétés et entreprises françaises et étrangères (commerciales ou non commerciales, de prestation de services, artisanales ou associatives), et/ou gérant des sociétés commerciales, de prestations de services ou associatives ;
- L'acquisition et la cession de toutes autres sortes de valeurs mobilières, soit par souscription, achat, apport, fusion, échange, vente ou de toute autre manière ;
- Toute assistance, prêt, avance ou garantie aux sociétés dans lesquelles elle détient une participation directe ou indirecte ou à toutes sociétés faisant partie du même groupe de société que la société.
- Toute opération commerciale, industrielle et financière qui pourrait se rattacher directement ou indirectement, en totalité ou en partie, à l'objet ci-dessus ou à toutes activités connexes ou complémentaires ou susceptibles de contribuer à son extension ou à son développement.

Elle clôture ses exercices le 31 décembre de chaque année.

Les comptes de l'exercice clos au 31 décembre 2014 de la société Numericable-SFR ont été publiés mais n'ont pas encore été soumis à l'approbation des actionnaires de la société à la date du présent rapport.

1.4. Description du bien dont l'acquisition est envisagée

L'acquisition envisagée porte sur 48.693.922 actions de la société Numericable-SFR (soit 10% du capital social) qui sont détenues par la société Vivendi.

Cette acquisition serait réalisée dans le cadre d'un programme de rachat d'actions qui sera soumis à l'approbation de l'assemblée générale mixte des actionnaires de Numericable-SFR du 28 avril 2015.

1.5. Conditions suspensives

Le rachat des actions est soumis à la condition suspensive suivante :

Approbation par l'assemblée générale des actionnaires de Numericable-SFR des résolutions autorisant la société à opérer sur ses propres actions au travers d'un programme de rachat d'actions, au plus tard le 30 avril 2015.[]

1.6. Méthode d'évaluation retenue

L'évaluation des titres dont l'acquisition est envisagée résulte d'un accord entre, d'une part, les dirigeants de Numericable-SFR et son actionnaire majoritaire Altice et, d'autre part, l'actionnaire minoritaire Vivendi.

S'agissant d'un rachat d'actions propres d'une société cotée sur un marché réglementé, l'évaluation des biens a été réalisée par les parties :

- en prenant en considération le cours de bourse de l'action Numericable-SFR,
- et en appliquant une décote.

La valeur d'une action a été arrêtée à 40 euros, soit une valorisation globale, pour les 48.693.922 actions faisant l'objet du rachat, de 1.947.756.880 euros.

2. Diligences et appréciation de la pertinence des critères retenus

2.1. Diligences mises en œuvre

Nous avons effectué les diligences que nous avons estimé nécessaires, par référence à la doctrine professionnelle de la Compagnie Nationale des Commissaires aux comptes relative à cette mission.

Dans ce cadre, nous avons notamment :

- Pris connaissance des objectifs de l'opération ;
- Mené des entretiens avec les dirigeants et les personnes en charge de l'opération au sein de la société Numericable-SFR, afin d'appréhender le contexte de l'opération, notamment d'un point de vue économique et juridique ;
- Pris connaissance du protocole de rachat d'actions signé en date du 27 février 2015 entre Numericable-SFR d'une part et Vivendi d'autre part ;
- Consulté les informations juridiques mises à notre disposition concernant la vie juridique de la société Numericable-SFR ;
- Vérifié la pleine propriété des titres faisant l'objet de l'acquisition en nous faisant confirmer l'absence d'entrave à leur libre cessibilité et de toute garantie ou nantissement s'y rapportant ;
- Pris connaissance de l'activité et du marché sur lequel est positionné le groupe Numericable-SFR ;
- Examiné les comptes consolidés du groupe Numericable-SFR au 31 décembre 2014, en portant une attention particulière aux informations pro-forma, aux engagements hors bilan et aux synthèses des litiges et risques que ces derniers intègrent ;
- Discuté de l'état d'avancement des diligences d'audit au 31 décembre 2014 de la part des commissaires aux comptes, et des projets d'opinion à émettre par ces derniers ;
- Pris connaissance des rapports des commissaires aux apports émis le 28 octobre 2014, de leurs travaux et de leurs conclusions dans le cadre de l'apport de titres SFR par la société Vivendi au profit de la société Numericable Group (renommée depuis Numericable-SFR) ;
- Revu l'évolution des cours de bourse du titre Numericable-SFR depuis l'opération de rapprochement entre les sociétés Numericable et SFR et jusqu'à ce jour ;
- Examiné des analyses financières publiées au cours des derniers mois par des établissements suivant le titre Numericable-SFR ;
- Examiné le budget établi par le management au titre de l'exercice 2015, ainsi que le plan d'affaires initialement élaboré par ce dernier dans le cadre de l'opération de rapprochement entre les sociétés Numericable et SFR ;

- Obtenu du management et analysé les synergies envisagées dans le cadre du rapprochement des groupes Numericable et SFR ;
- Analysé les données structurantes de l'évolution de la valeur de l'action Numericable-SFR, afin de faire le lien entre la valeur de l'action retenue lors de l'opération de rapprochement du 27 novembre 2014 et le prix d'acquisition envisagé ;
- Vérifié les conditions de rachat par la société Altice relatives aux 10% de titres Numericable-SFR par ailleurs détenus par Vivendi, afin de nous assurer de la comparabilité des transactions ;
- Obtenu une lettre d'affirmation des dirigeants de la société Numericable-SFR, confirmant les éléments significatifs utilisés dans le cadre de notre mission.

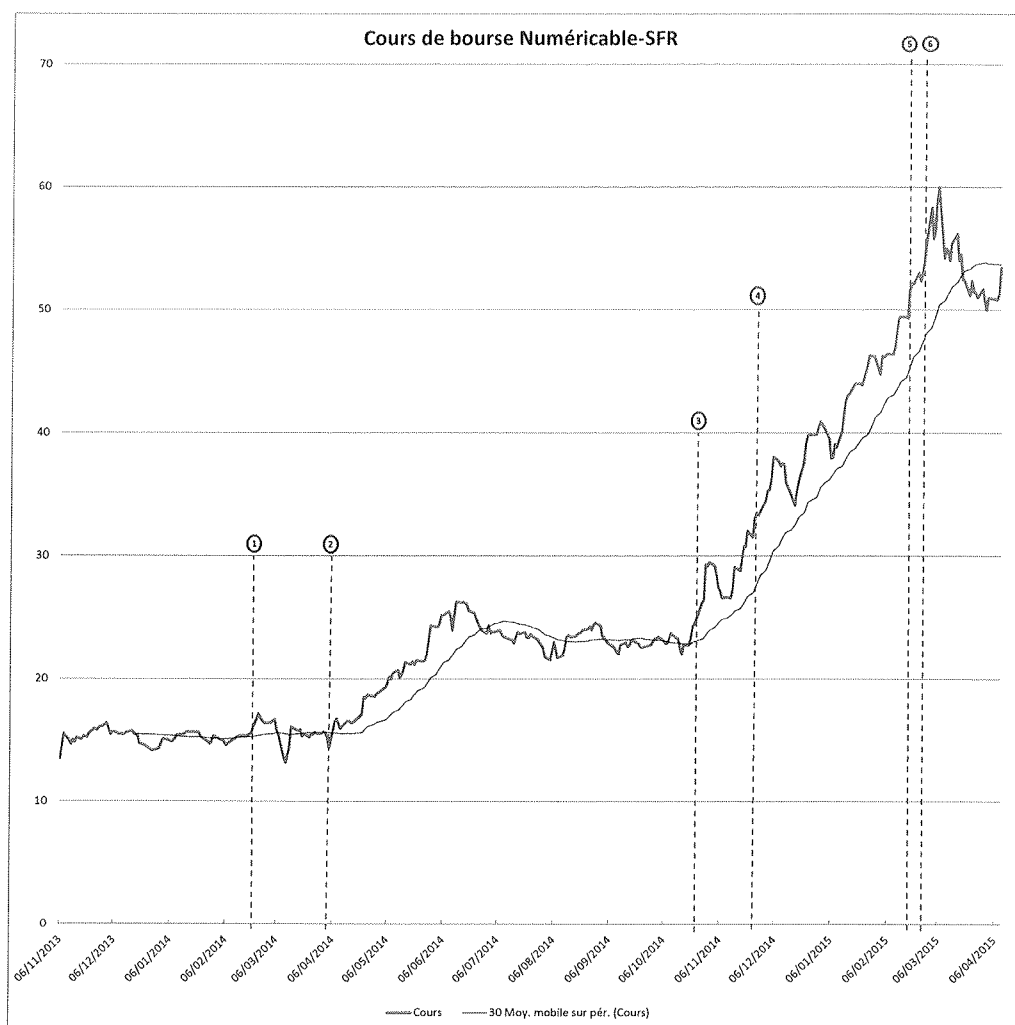
2.2. Contrôle de la réalité du bien

Dans le cadre de nos travaux, nous nous sommes assurés que les titres devant faire l'objet du rachat par Numericable-SFR étaient bien détenus en pleine propriété par la société Vivendi.

2.3. Approche de la valeur du bien

2.3.1. Evolution du cours de bourse

Nous présentons ci-après le graphique d'évolution du cours de bourse de la société Numericable-SFR depuis son introduction en bourse (source : abcbourse) :



Nous rappelons à ce titre, pour mémoire, quelques dates importantes de ces 12 derniers mois :

- ① 24 février 2014 : confirmation par Vivendi des négociations avec Altice en vue de la cession de SFR ;
- ② 5 avril 2014 : accord du conseil de surveillance de Vivendi sur l'offre proposée par Altice concernant la cession de SFR ;
- ③ 26 octobre 2014 : obtention de l'accord de l'autorité de la concurrence concernant le rapprochement entre les groupes Numericable et SFR ;
- ④ 27 novembre 2014 : finalisation de l'opération de rapprochement entre les groupes Numericable et SFR ;
- ⑤ 18 février 2015 : dépôt par Numericable-SFR et Altice de l'offre ferme portant sur le rachat de la participation de 20% détenue par Vivendi dans Numericable-SFR ;
- ⑥ 27 février 2015 : acceptation par le conseil de surveillance de Vivendi de l'offre de rachat des 20% détenus dans Numericable-SFR.

2.3.2. Synthèse des principales données boursières

La synthèse des principales données boursières se présente comme suit :

Analyse de l'évolution des cours de bourse (en €)				
Dates de références	27/11/2014	18/02/2015	27/02/2015	10/04/2015
Cours de clôture	33,3	51,6	55,4	54,0
Capitalisation boursière (en m€) (1)	16 222	25 116	26 976	26 275
Moyenne pondérée - 1 mois	29,2	45,9	49,0	52,9
Moyenne pondérée - 3 mois	28,4	39,2	42,1	50,2
Moyenne pondérée - 6 mois	27,2	32,4	33,1	37,7
Plus haut - 1 mois	33,7	50,3	55,6	58,0
Plus bas - 1 mois	25,0	42,8	43,1	48,8
Plus haut - 3 mois	33,7	50,3	55,6	38,4
Plus bas - 3 mois	21,8	27,4	33,0	38,4
Plus haut - 6 mois	33,7	50,3	55,6	21,9
Plus bas - 6 mois	21,2	21,8	21,8	21,9
Moyenne volume/ jour 1 mois - en milliers de titres	875	184	158	270
Moyenne volume/ jour 3 mois - en milliers de titres	361	225	199	247
Moyenne volume/ jour 6 mois - en milliers de titres	258	277	282	341

Source : *abcbourse*

(1) : Sur une base de 486.939.225 actions (nombre d'actions à date)

Sur le mois précédant l'annonce de la proposition de rachat des 20% de titres encore détenus par Vivendi, l'action de la société Numericable-SFR a oscillé dans une fourchette allant de 42,8 euros à 50,3 euros par action : cette fourchette est, dans tous les cas, supérieure au prix envisagé pour le rachat des actions.

2.3.3. Approche de la valorisation retenue

Le prix de rachat retenu par les parties a été fixé à 40 euros par action.

S'agissant d'un rachat d'actions propres d'une société cotée sur un marché réglementé, et conformément à la doctrine professionnelle, nous avons analysé la fixation de ce prix par référence au cours de bourse.

La valorisation envisagée présente :

- Une décote de 22% par rapport au cours du 18 février 2015 (date de l'annonce de la proposition de rachat formulée auprès de Vivendi), avant bourse ;
- Une décote de 14% par rapport à la moyenne de cours pondérés du dernier mois à la date de l'annonce de la proposition de rachat de la participation de 20% formulée auprès de Vivendi ;
- Des décotes respectives de 24% et 20% par rapport aux moyennes de cours pondérés du dernier mois et des 3 derniers mois à la date de finalisation de nos travaux ;
- Une décote de 26% par rapport au cours du 10 avril 2015.

Nous constatons que la valorisation envisagée de 40 euros par action présente une décote comprise entre 14 % et 26 % par rapport à toutes les observations rappelées ci-avant.

Par ailleurs, nous avons mis en œuvre des diligences nous permettant de vérifier la cohérence globale du prix de rachat envisagé avec celui retenu lors de l'opération d'apport de titres par Vivendi au profit de Numericable à l'automne 2014, en prenant notamment en considération :

- Les évolutions de marché et d'activités intervenues depuis cette date,
- L'impact des synergies attendues du rapprochement entre Numericable et SFR, ces dernières n'étant pas intégrées dans les travaux d'évaluation des commissaires aux apports.

Ces travaux n'ont pas mis en valeur d'incohérence à ce sujet.

Enfin, nous notons que les analyses financières sur le titre Numericable-SFR auxquelles nous avons eu accès font toutes ressortir des objectifs de cours supérieurs, à périmètre constant, à celui de 40 euros par action tel que retenu pour la présente opération.

3. Conclusion

Sur la base de nos travaux, nous sommes d'avis que le prix d'acquisition envisagé pour le rachat de 48.693.922 actions de la société Numericable-SFR, soit 1.947.756.880 euros, n'est pas surévalué.

Fait à Paris, le 13 avril 2015



Olivier Lelong