

NOTE D'INFORMATION ETABLIE PAR LA SOCIETE

Société d'Edition de Canal Plus

EN REPONSE A L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT
INITIEE PAR LA SOCIETE



En application de l'article L. 621-8 du Code monétaire et financier et de l'article 231-26 de son règlement général, l'Autorité des marchés financiers (l' « AMF ») a apposé le visa n°15-351 en date du 7 juillet 2015 sur la présente note d'information en réponse. Cette note d'information en réponse a été établie par la Société d'Edition de Canal Plus et engage la responsabilité de ses signataires.

Le visa, conformément aux dispositions de l'article L. 621-8-1, I du Code monétaire et financier, a été attribué après que l'AMF a vérifié « *si le document est complet et compréhensible et si les informations qu'il contient sont cohérentes* ». Il n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

AVIS IMPORTANT

En application des dispositions des articles 231-19 et 261-1 I du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Associés en Finance, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans la présente note en réponse.

La présente note en réponse est disponible sur les sites Internet de la Société d'Edition de Canal Plus (<http://actionnaires.canalplus.fr>) et de l'AMF (www.amf-france.org). Elle peut être obtenue sans frais auprès de :

Société d'Edition de Canal Plus

1, place du Spectacle
92130 Issy-les-Moulineaux

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société d'Edition de Canal Plus seront mises à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique d'achat selon les mêmes modalités. Un communiqué sera diffusé pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces informations.

SOMMAIRE

1.	RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE.....	3
1.1	Présentation de l'Offre.....	3
1.2	Contexte de l'Offre	3
1.3	Conditions de l'Offre	4
1.3.1	Seuil de caducité de l'Offre	4
1.3.2	Procédure d'apport à l'Offre.....	4
1.3.3	Centralisation des ordres	5
1.3.4	Publication des résultats de l'Offre et règlement-livraison	5
1.3.5	Réouverture de l'Offre.....	5
1.3.6	Restrictions concernant l'Offre à l'étranger	6
2.	DECISIONS ET AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE.....	7
2.1	Rappel des décisions préalables du Conseil d'administration du 19 mai 2015 relatives à l'Offre	7
2.2	Compte-rendu des travaux préparatoires au Conseil d'administration	7
2.3	Avis motivé du Conseil d'administration du 26 juin 2015	7
2.4	Confirmation de l'avis motivé par le Conseil d'administration du 7 juillet 2015.....	10
3.	INTENTIONS DE LA SOCIETE RELATIVES AUX ACTIONS AUTODETENUES..	10
4.	INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION.....	10
5.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	11
6.	AVIS DU COMITE D'ENTREPRISE DE L'UES CANAL+	11
7.	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE	11
8.	ELEMENTS CONCERNANT LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR LE DEROULEMENT DE L'OFFRE.....	11
8.1	Structure et répartition du capital de la Société	11
8.2	Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions.....	12
8.3	Clauses de conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société (article L.233-11 du Code de commerce)	12
8.4	Participation directes ou indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres	12
8.5	Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	12
8.6	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel	12
8.7	Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et/ou à l'exercice des droits de vote.....	12
8.8	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la Société	13
8.9	Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres.....	13
8.10	Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle.....	14
8.11	Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration, les salariés ou les dirigeants de la Société, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique	14
9.	INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES CONCERNANT LA SOCIETE	14
10.	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE....	15
	ANNEXE 1 – RAPPORTS DE L'EXPERT INDEPENDANT	16
	ANNEXE 2 – AVIS DU COMITE D'ENTREPRISE DE L'UES CANAL+ ET RAPPORT DE L'EXPERT-COMPTABLE NOMME PAR LE COMITE D'ENTREPRISE DE L'UES CANAL+	83

1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE

1.1 Présentation de l'Offre

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF, Vivendi, société anonyme au capital de 7.494.548.886 euros, 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, et dont les actions sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext à Paris (« **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0000127771 (« **Vivendi** » ou l'« **Initiateur** »), propose de manière irrévocable aux actionnaires de la Société d'Édition de Canal Plus, société anonyme au capital de 95.018.076 euros, dont le siège social est situé 1, place du Spectacle à Issy-les-Moulineaux (92130), immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 329 211 734 (« **SECP** » ou la « **Société** »), et dont les actions sont admises aux négociations sur Euronext Paris sous le code ISIN FR0000125460, d'acquérir la totalité de leurs actions dans le cadre de l'offre publique d'achat décrite ci-après (l'« **Offre** »).

Le prix de l'Offre est de 8 euros par action de la Société (après détachement du dividende au titre de l'exercice 2014). Le prix par action SECP a été relevé par rapport au prix de 7,60 euros qui figurait dans le communiqué de presse de Vivendi du 12 mai 2015 annonçant un projet d'offre publique d'achat visant les actions de SECP qui a été déposé le 27 mai 2015 auprès de l'AMF.

L'Offre sera réalisée selon la procédure normale, conformément aux dispositions des articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

L'Offre sera ouverte pendant une période d'au moins vingt-cinq jours de négociation.

Le calendrier de l'Offre est décrit à la section 2.7 de la note d'information déposée par l'Initiateur (la « **Note d'Information** »).

L'Offre porte sur la totalité des actions de la Société en circulation non détenues par l'Initiateur, à l'exception des (i) 61.412.005 actions détenues par Groupe Canal+ (filiale à 100% de l'Initiateur), (ii) 6.616 actions détenues par SIG 61 SA (filiale à 100% de l'Initiateur) et (iii) 1 action détenue par Canal+ Régie SAS (filiale à 100% de l'Initiateur, à travers Groupe Canal+), soit un nombre maximal d'actions visées par l'Offre égal à 65.272.146¹.

Dans l'éventualité où, à l'issue de l'Offre les actionnaires minoritaires représenteraient moins de 5 % du capital ou des droits de vote de la Société, l'Initiateur a indiqué se réserver la faculté de mettre en oeuvre un retrait obligatoire des actions SECP.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, l'Offre est présentée par Crédit Agricole Corporate and Investment Bank et CM-CIC Securities (ensemble, les « **Etablissements Présentateurs** »). Les Etablissements Présentateurs garantissent la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

1.2 Contexte de l'Offre

A la date du présent document, Vivendi détient, indirectement par l'intermédiaire de ses filiales à 100% Groupe Canal+, SIG 61 SA et Canal+ Régie SAS, 61.418.622 actions de la Société, représentant 48,5% du capital et des droits de vote de la Société. A la connaissance de la Société, l'Initiateur ne détient, directement ou indirectement, aucune autre action de la Société ni aucun instrument ou droit susceptible de lui permettre d'acquérir des actions de la Société à sa seule initiative.

Vivendi a précisé dans sa Note d'Information que l'Offre était rendue possible par une évolution législative aux termes de laquelle Vivendi est désormais autorisée à détenir plus de 49% du capital

¹ Les 50.863 actions SECP auto-détenues sont visées par l'Offre.

social ou des droits de vote de SECP dès lors que sa part d'audience moyenne est inférieure à 8% de l'audience totale des services de télévision.

Vivendi a également indiqué que l'Offre était une opération amicale visant à répondre favorablement aux attentes d'actionnaires minoritaires de SECP en leur offrant une faculté de liquidité, Vivendi disposant d'une trésorerie suffisante pour la réalisation de l'Offre.

Le résultat de l'Offre n'aura aucune incidence sur le contrôle de SECP par Vivendi, déjà détenu indirectement par cette dernière.

Lors de sa réunion du 19 mai 2015, le conseil d'administration de la Société a pris connaissance de l'Offre et désigné le cabinet Associés en Finance en qualité d'expert indépendant en charge d'établir un rapport sur les conditions de l'Offre en application de l'article 261-1 I du règlement général de l'AMF.

1.3 Conditions de l'Offre

1.3.1 Seuil de caducité de l'Offre

En application des dispositions de l'article 231-9 I du règlement général de l'AMF, l'Offre sera caduque si à la date de clôture, l'Initiateur ne détient pas, seul ou de concert, directement ou indirectement, un nombre d'actions représentant une fraction du capital ou des droits de vote de la Société supérieure à 50 %, en tenant compte des actions autodétenues par SECP.

Le seuil de caducité sera calculé de la manière suivante :

- a) au numérateur, seront incluses toutes les actions de la Société que détient seul ou de concert, directement ou indirectement, l'Initiateur au jour de la clôture de l'Offre (y compris les actions autodétenues par la Société) ;
- b) au dénominateur, seront incluses toutes les actions émises par la Société au jour de la clôture de l'Offre.

Sur la base d'un nombre total d'actions émises ou de droits de vote théoriques de 126.690.768, le seuil de caducité correspondrait, à la date de la présente note en réponse, à la détention de 63.345.385 actions ou droits de vote de SECP (soit 1.926.763 actions SECP apportées à l'Offre).

L'atteinte du seuil de caducité ne sera pas connue avant la publication par l'AMF du résultat définitif de l'Offre, qui interviendra après la clôture de cette dernière.

Si le seuil de 50% du capital ou des droits de vote de SECP (calculé comme indiqué ci-avant) n'est pas atteint, l'Offre n'aura pas de suite positive et, en conséquence, les actions apportées à l'Offre seront restituées à leurs propriétaires, en principe dans les trois jours de bourse suivant la publication de l'avis de résultat informant de la caducité de l'Offre, sans qu'aucun intérêt, indemnité ou autre paiement de quelque nature que ce soit ne soit dû auxdits propriétaires.

1.3.2 Procédure d'apport à l'Offre

Les actionnaires de SECP dont les actions sont inscrites auprès d'un intermédiaire financier et qui souhaitent apporter leurs actions à l'Offre devront remettre à leur intermédiaire financier, au plus tard à la date de clôture de l'Offre, un ordre d'apport à l'Offre conforme au modèle qui sera remis à leur disposition par l'intermédiaire.

Conformément aux dispositions de l'article 232-2 du règlement général de l'AMF, les ordres d'apport à l'Offre pourront être révoqués à tout moment et jusque, et y compris, le jour de la clôture de l'Offre. Après cette date, ils seront irrévocables.

Les actionnaires de la Société qui sont inscrits en compte sous la forme « nominatif pur » dans les registres de la Société (tenus par son mandataire Société Générale Securities Services – 32, rue du champ

du tir – CS 30812 – 44308 Nantes Cedex 3) devront demander leur inscription sous la forme « nominatif administré » pour apporter leurs actions à l'Offre, à moins qu'ils n'en aient demandé au préalable la conversion au porteur.

L'Offre et tous les contrats y afférents sont soumis au droit français. Tout différend ou litige, quel qu'en soit l'objet ou le fondement, se rattachant à l'Offre sera porté devant les tribunaux compétents.

Les actions SECP apportées à l'Offre (et, le cas échéant, à l'Offre Réouverte, telle que définie à la section 1.3.5 de la présente note en réponse) devront être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement ou autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit au transfert de propriété. L'Initiateur a indiqué qu'il se réservait le droit d'écarter toute action qui ne répondrait pas à cette condition.

Les frais éventuellement dû par les actionnaires de la Société apportant leurs actions à l'Offre (et, le cas échéant, à l'Offre Réouverte) tels que notamment les frais de négociation, de courtage, les commissions bancaires et la TVA y afférente resteront en totalité à leur charge.

1.3.3 Centralisation des ordres

Chacun des intermédiaires financiers teneur de compte devra, à la date indiquée dans l'avis d'Euronext Paris, transférer à Euronext Paris les actions pour lesquelles il aura reçu un ordre d'apport à l'Offre.

Après réception par Euronext Paris de l'ensemble des ordres d'apport à l'Offre dans les conditions décrites ci-dessus, Euronext Paris procédera à la centralisation de ces ordres et en communiquera le résultat à l'AMF.

1.3.4 Publication des résultats de l'Offre et règlement-livraison

L'AMF fera connaître le résultat définitif de l'Offre au plus tard neuf jours de bourse après la clôture de l'Offre et, si l'AMF constate que l'Offre a une suite positive, Euronext Paris indiquera dans un avis la date et les modalités de règlement-livraison.

Aucun intérêt ne sera dû pour la période allant de l'apport des actions SECP à l'Offre jusqu'à la date de règlement-livraison de l'Offre, ou le cas échéant du règlement-livraison de l'Offre Réouverte.

Le transfert de propriété des actions SECP apportées à l'Offre interviendra à la date de règlement-livraison telle que précisée par un avis d'Euronext Paris, tous droits attachés aux actions SECP étant transférés à cette date à l'Initiateur.

1.3.5 Réouverture de l'Offre

Conformément aux dispositions de l'article 232-4 du règlement général de l'AMF, si l'Offre connaît une suite positive, elle sera automatiquement réouverte dans les dix jours de négociation suivant la publication du résultat définitif de l'Offre, dans des termes identiques à ceux de l'Offre. L'AMF publiera le calendrier de réouverture de l'Offre, qui durera au moins dix jours de négociation (l' « **Offre Réouverte** »).

Toutefois, si l'Initiateur de l'Offre mettrait en oeuvre directement le retrait obligatoire conformément aux articles 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF dans les dix jours de négociation suivant la publication de l'avis de résultat de l'Offre, celle-ci ne serait pas réouverte.

En cas de réouverture de l'Offre, la procédure d'apport et la centralisation de l'Offre Réouverte seront identiques à celles applicables à l'Offre décrites à la section 1.3.2 de la présente note en réponse, étant toutefois précisé que les ordres d'apport à l'Offre Réouverte seront irrévocables.

L'Offre Réouverte et tous les contrats y afférents sont soumis au droit français. Tout différend ou litige, quel qu'en soit l'objet ou le fondement, se rattachant à l'Offre Réouverte sera porté devant les tribunaux compétents.

1.3.6 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

L'Initiateur a indiqué que l'Offre est faite exclusivement en France.

Aucun document relatif à l'Offre n'est destiné à être diffusé dans les pays autres que la France. L'Offre n'est pas ouverte et n'a pas été soumise au contrôle et/ou à l'autorisation d'une quelconque autorité réglementaire étrangère et aucune démarche ne sera effectuée en ce sens.

Aucun document relatif à l'Offre, y compris la présente note en réponse, ne constitue une offre en vue de vendre, d'échanger ou d'acquérir des titres financiers ou une sollicitation en vue d'une telle offre dans un quelconque pays où ce type d'offre ou de sollicitation serait illégale ou à l'adresse de quelqu'un vers qui une telle offre ne pourrait être valablement faite. Les actionnaires de SECP situés ailleurs qu'en France ne peuvent participer à l'Offre que dans la mesure où une telle participation est autorisée par le droit local auquel ils sont soumis.

L'Offre n'est pas faite à des personnes soumises à de telles restrictions, directement ou indirectement, et ne pourra d'aucune façon faire l'objet d'une acceptation depuis un pays dans lequel l'Offre fait l'objet de restrictions.

Les personnes venant à entrer en possession de tout document relatif à l'Offre doivent se tenir informées des restrictions légales ou réglementaires applicables et les respecter. Le non-respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables en matière boursière dans certains Etats. La Société décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne des restrictions légales ou réglementaires applicables.

Aucun document relatif à l'Offre ne constitue une extension de l'Offre aux Etats-Unis et l'Offre n'est pas faite, directement ou indirectement, aux Etats-Unis, à des personnes se trouvant aux Etats-Unis, par les moyens des services postaux ou par tout moyen de communication ou instrument de commerce (y compris, sans limitation, la transmission par télécopie, télex, téléphone ou courrier électronique) des Etats-Unis ou par l'intermédiaire des services d'une bourse de valeurs des Etats-Unis. En conséquence, aucun exemplaire ou copie d'un document relatif à l'Offre ne pourra être envoyé par courrier, ni communiqué et diffusé par un intermédiaire ou toute autre personne aux Etats-Unis de quelque manière que ce soit. Aucun actionnaire de SECP ne pourra apporter ses actions à l'Offre s'il n'est pas en mesure de déclarer (i) qu'il n'a pas reçu aux Etats-Unis de copie de tout document relatif à l'Offre, et qu'il n'a pas envoyé de tels documents aux Etats-Unis, (ii) qu'il n'a pas utilisé, directement ou indirectement, les services postaux, les moyens de télécommunications ou autres instruments de commerce ou les services d'une bourse de valeurs des Etats-Unis en relation avec l'Offre, (iii) qu'il n'était pas sur le territoire des Etats-Unis lorsqu'il a accepté les termes de l'Offre, ou transmis son ordre d'apport de titres, et (iv) qu'il n'est ni agent ni mandataire agissant pour un mandant autre qu'un mandant lui ayant communiqué ses instructions en dehors des Etats-Unis. Les intermédiaires habilités ne pourront pas accepter les ordres d'apport de titres qui n'auront pas été effectués en conformité avec les dispositions ci-dessus à l'exception de toute autorisation ou instruction contraire de ou pour le compte de l'Initiateur, à la discrétion de ce dernier.

Pour les besoins du paragraphe précédent, on entend par Etats-Unis, les Etats-Unis d'Amérique, leurs territoires et possessions, ou l'un quelconque de ces Etats et le District de Columbia.

2. DECISIONS ET AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE

2.1 Rappel des décisions préalables du Conseil d'administration du 19 mai 2015 relatives à l'Offre

Le 19 mai 2015, le Conseil d'administration s'est réuni une première fois au siège social, sous la présidence de Monsieur Bertrand Meheut, afin de prendre connaissance du projet d'Offre que l'Initiateur envisageait de déposer auprès de l'AMF.

Lors de cette réunion, le Conseil d'administration a désigné le cabinet Associés en Finance en qualité d'expert indépendant chargé d'établir un rapport sur les conditions de l'Offre, en application de l'article 261-1-I du règlement général de l'AMF.

Le Conseil d'administration a par ailleurs décidé de confier au Comité Financier, composé de Monsieur Grégoire Castaing, Président du Comité Financier, Madame Brigitte Longuet et Monsieur Pierre Blayau, administrateurs indépendants, le rôle de superviser la mission de l'expert indépendant.

2.2 Compte-rendu des travaux préparatoires au Conseil d'administration

Le 15 juin 2015, le Comité Financier de la Société, présidé par Monsieur Grégoire Castaing et composé de Madame Brigitte Longuet et de Monsieur Pierre Blayau, administrateurs indépendants, s'est réuni avec l'expert indépendant.

Au cours de cette réunion, les membres du Comité Financier se sont en particulier assurés que la Société avait mis en œuvre les diligences nécessaires en soutien à la mission d'expertise indépendante.

Le Comité Financier s'est par ailleurs réuni le 26 juin 2015 afin de faire un point général sur la fin de son instruction de l'Offre.

Le Comité Financier a fait part de ses diligences au Conseil d'administration du 26 juin 2015.

2.3 Avis motivé du Conseil d'administration du 26 juin 2015

« Le 26 juin 2015, le Conseil d'Administration s'est réuni une seconde fois au siège social, sous la présidence de Monsieur Bertrand Meheut, afin de rendre un avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et sur les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés, conformément à l'article 231-19 du règlement général de l'AMF.

L'avis motivé qui suit a été rendu par Madame Brigitte Longuet, Madame Alice Holzman représentant permanent de Groupe Canal+, Monsieur Bertrand Meheut, Monsieur Rodolphe Belmer, Monsieur Pierre Blayau, et Monsieur Grégoire Castaing représentant permanent de Canal+ Régie, présents ou représentés.

En ligne avec les meilleures pratiques de gouvernance, les administrateurs qui représentent la société Groupe Canal+, filiale à 100% de l'Initiateur, ou qui lui sont liés, ont statué dans le sens des deux administrateurs indépendants.

Le Conseil d'Administration a pris connaissance des documents suivants :

- le communiqué de presse de l'Initiateur du 12 mai 2015 annonçant le projet d'Offre ainsi que ses principales caractéristiques et modalités ;*
- le projet de note d'information de l'Initiateur déposé auprès de l'AMF le 27 mai 2015, contenant notamment le contexte et les motifs de l'Offre, les intentions de l'Initiateur, les caractéristiques de l'Offre, et les éléments d'appréciation du prix de l'Offre ;*

- *l'avis de dépôt d'un projet d'offre publique d'achat visant les actions de la Société qui a été publié par l'AMF le 28 mai 2015 (D&I AMF n°215C0710) ;*
- *les premiers éléments du projet de note en réponse de la Société, contenant notamment le rappel des principaux termes et conditions de l'Offre et les informations concernant la Société, destiné à être déposé auprès de l'AMF ;*
- *l'avis du comité d'entreprise de l'UES Canal+ sur l'Offre reproduit en annexe du projet de note en réponse de la Société ; et*
- *le rapport de l'expert indépendant reproduit également en annexe du projet de note en réponse de la Société, établi, conformément aux dispositions de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF, par le cabinet Associés en Finance.*

Par ailleurs, le Conseil d'administration a pris acte que la Société a mis en œuvre les mesures utiles pour permettre aux actionnaires de répondre à leurs questions ou de faire part de leurs observations. Le présent avis motivé intègre ainsi la revue d'un mail de questions et observations adressé par un investisseur le 24 juin 2015.

1. Analyse de l'Offre

Le Conseil d'Administration a tout d'abord constaté que :

- *l'Initiateur contrôle indirectement la Société à 48,5% du capital et des droits de vote par l'intermédiaire de sa filiale à 100% Groupe Canal+ ;*
- *le prix de l'Offre est de 7,60 euros par action de la Société (après détachement du dividende au titre de l'exercice 2014) et fait ressortir une prime implicite de 19,1% sur la base du cours de SECP au 12 mai 2015, de 20,2% sur la moyenne des trois derniers mois précédant le 12 mai 2015, et de 24,9% sur la moyenne des six derniers mois précédant le 12 mai 2015 ;*
- *l'Offre porte sur la totalité des actions de la Société non détenues par l'Initiateur, à l'exception des actions détenues par Groupe Canal+, SIG 61 SA et Canal+ Régie SAS, filiales directes ou indirectes à 100% de l'Initiateur ;*
- *l'Offre est soumise au seuil de caducité visé à l'article 239-9 I du règlement général de l'AMF, et sera caduque si à la date de clôture, l'Initiateur ne détient pas, seul ou de concert, directement ou indirectement, un nombre d'actions représentant une fraction du capital ou des droits de vote de la Société supérieure à 50%, en tenant compte des actions auto-détenues par SECP ;*
- *l'Offre vise à répondre favorablement aux attentes d'actionnaires minoritaires de SECP en leur offrant une faculté de liquidité, l'Initiateur disposant d'une trésorerie suffisante pour la réalisation de l'Offre ;*
- *l'Offre est rendue possible par une évolution législative (loi n°2008-776 du 4 août 2008) aux termes de laquelle l'Initiateur est désormais autorisé à détenir plus de 49% du capital social ou des droits de la Société dès lors que sa part d'audience moyenne est inférieure à 8% de l'audience totale des services de télévision ; et que*
- *le résultat de l'Offre n'aura aucune incidence sur le contrôle de la Société par l'Initiateur, déjà détenu indirectement par ce dernier.*

Le Conseil d'Administration a ensuite relevé les principales intentions suivantes de l'Initiateur pour les douze mois à venir :

- *l'Initiateur n'a pas l'intention de modifier la stratégie et/ou la politique éditoriale, commerciale et financière de la Société ;*
- *l'Offre ne devrait pas avoir d'impact sur l'emploi au sein de la Société ;*
- *l'Initiateur se réserve la possibilité de modifier la composition du Conseil d'Administration et de la direction générale de la Société ; pour autant, la Société continuera de se conformer au Code de Gouvernement d'Entreprise élaboré par l'AFEP et le MEDEF, au cas où elle reste cotée ;*
- *si l'Initiateur se réserve la possibilité d'étudier une éventuelle adaptation de la convention de distribution en vigueur entre Groupe Canal+ et la Société ainsi que d'initier des réflexions en direction d'une éventuelle simplification des structures juridiques du sous-groupe constitué autour de Canal+, aucun principe en ce sens n'a toutefois été arrêté, pas plus que n'a été analysée la faisabilité de telles opérations ;*
- *l'Initiateur n'a pas l'intention, s'il n'atteignait pas à l'issue de l'Offre le seuil de 95% du capital et des droits de vote de la Société lui ouvrant la faculté de retrait obligatoire, de lancer à cette fin une nouvelle offre ou d'acquérir davantage d'actions sur le marché. L'Initiateur se réserve toutefois la faculté de mettre en œuvre un retrait obligatoire si son niveau de détention à l'issue de l'Offre atteignait le seuil de 95% ; et*
- *à l'issue de l'Offre, la politique de dividende de la Société continuera d'être déterminée par ses organes sociaux, en fonction de la situation financière et des besoins de la Société et de ses filiales, et de ses capacités distributives.*

Le cabinet Associés en Finance, invité à la séance du Conseil d'Administration, a ensuite présenté son rapport dont il ressort des conclusions que :

- *la méthode retenue à titre principal (méthode DCF to firm ou DCF to equity) fait ressortir une fourchette de 6,97€ à 8,10€ ; et que*
- *le prix offert dans le cadre d'une offre facultative est équitable pour les actionnaires souhaitant profiter d'une liquidité sur leur investissement, le prix proposé s'inscrivant dans la fourchette de valeurs déterminée dans ses travaux d'évaluation.*

Le cabinet Associés en Finance a également présenté les diligences qui ont été accomplies dans le cadre de l'élaboration de son rapport, dont sa participation, le 15 juin 2015, à une réunion avec les membres du Comité Financier de la Société. Il a dans ce cadre confirmé avoir reçu toutes les informations nécessaires à l'accomplissement de sa mission.

Le Conseil d'Administration a également revu l'avis du comité d'entreprise de l'UES Canal+ sur l'Offre dont le contenu est reproduit en intégralité dans le projet de note en réponse de la Société.

Puis, le Conseil d'Administration a pris acte que le prix de l'Offre proposé par Vivendi est équitable pour les actionnaires de la Société.

2. Décisions du Conseil d'Administration

Au regard des éléments qui précèdent, le Conseil d'Administration, après en avoir délibéré, a décidé, à l'unanimité, que l'Offre est dans l'intérêt de la Société, de ses salariés, et de ses actionnaires et recommande aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre. »

2.4 Confirmation de l'avis motivé par le Conseil d'administration du 7 juillet 2015

« Le 7 juillet 2015, le Conseil d'Administration s'est réuni une troisième fois au siège social, sous la présidence de Monsieur Bertrand Meheut, afin de confirmer les termes de son avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et sur les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés, conformément à l'article 231-19 du règlement général de l'AMF.

La confirmation des termes de l'avis motivée du Conseil d'Administration a été rendue par Madame Brigitte Longuet, Madame Alice Holzman représentant permanent de Groupe Canal+, Monsieur Bertrand Meheut, Monsieur Pierre Blayau, Monsieur Grégoire Castaing représentant permanent de Canal+ Régie, et Monsieur Maxime Saada, présents ou représentés.

En ligne avec les meilleures pratiques de gouvernance, les administrateurs qui représentent la société Groupe Canal+, filiale à 100% de l'Initiateur, ou qui lui sont liés, ont statué dans le sens des deux administrateurs indépendants.

Le Conseil d'Administration a constaté après avoir pris connaissance du communiqué de presse de de l'Initiateur du 6 juillet 2015 que :

- le prix de l'Offre est relevé de 7,60€ à 8€ afin de renforcer l'attractivité de l'Offre proposée aux actionnaires de la Société ; et que*
- ce relèvement du prix n'emporte aucun changement quant aux autres données de l'Offre, telles que figurant dans le projet de note d'information déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers le 27 mai 2015.*

Sur ces bases, le Conseil d'Administration a décidé, à l'unanimité, de confirmer les termes de son avis motivé du 26 juin 2015 sur l'offre publique d'achat amicale initiée par Vivendi visant les actions SECP, comme étant dans l'intérêt de la Société, de ses salariés, et de ses actionnaires, et sa recommandation aux actionnaires de SECP d'apporter leurs titres à l'Offre. »

3. INTENTIONS DE LA SOCIETE RELATIVES AUX ACTIONS AUTODETENUES

Les 50.863 actions de la Société auto-détenues étant visées par l'Offre, le Conseil d'administration a décidé, à l'unanimité, de les apporter à l'Offre.

4. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Compte tenu de l'avis motivé qui précède, les membres du Conseil d'administration ont déclaré, chacun pour ce qui le concerne, qu'ils apporteraient leurs actions de la Société à l'Offre, à l'exception :

- de la société Groupe Canal+ et de la société Canal+ Régie SAS, dont les actions de la Société qu'elles détiennent ne sont pas visées par l'Offre ; et*
- de l'action que chaque membre du Conseil d'administration doit conserver en sa qualité d'administrateur conformément aux dispositions de l'article 15 des statuts de la Société.*

5. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

En application de l'article 261-1 I du règlement général de l'AMF, le cabinet Associés en Finance a été désigné par la Société en qualité d'expert indépendant afin d'établir un rapport sur l'Offre.

Ce rapport, en date du 25 juin 2015, est reproduit dans son intégralité en Annexe 1 de la présente note en réponse.

6. AVIS DU COMITE D'ENTREPRISE DE L'UES CANAL+

L'avis du Comité d'Entreprise de l'UES Canal+ et le rapport de l'expert-comptable nommé par le Comité d'Entreprise de l'UES Canal+ sont reproduits en Annexe 2 de la présente note en réponse.

7. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE

A la date du présent document, la Société n'a connaissance d'aucun accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

8. ELEMENTS CONCERNANT LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR LE DEROULEMENT DE L'OFFRE

8.1 Structure et répartition du capital de la Société

A la date de la présente note en réponse, le capital social de la Société s'élève à 95.018.076 euros divisé en 126.690.768 actions d'une valeur nominale de 0,75 euro chacune, entièrement souscrites, libérées et toutes de mêmes catégorie et le nombre de droits de vote théorique s'établissait à 126.690.768 (dont 50.863 au titre d'actions autodétenues privées de droit de vote).

A la connaissance de la Société, selon les dernières informations sur les franchissements de seuils communiquées et les déclarations d'opérations en période de préoffre, le capital et les droits de vote de SECP sont répartis comme suit :

Actionnaire	Capital et droits de vote
Groupe Canal+	48,5%
SIG 61 SA	< 0,1%
Canal+ Régie SAS	< 0,1%
<i>Total groupe Vivendi</i>	<i>48,5%</i>
Banque Delen/ Capfi Delen Asset Management	11,48%
Norges Bank	3,18%
Groupe CM-CIC	3,07%
Apolo Capital Management LP	2,25%
International Value Advisers LLC	2,02%
Amber Capital UK LLP	0,05%
Autodétention	0,04%
Autres	29,41%
Total	100%

La Société n'a pas émis d'autre titre de capital, ni aucun instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société.

8.2 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions

Obligation de déclaration et de franchissements de seuils

Aux termes de l'article 10 des statuts de la Société, tout actionnaire agissant seul ou de concert, venant à détenir, directement ou indirectement, 1,5% au moins des droits de vote de la Société ou un multiple de 1% de ces droits de vote, y compris au-delà du seuil de 5%, est tenu d'informer la Société, dans le délai de 15 jours à compter du franchissement de chacun de ces seuils, et d'indiquer également, lors de cette déclaration, le nombre de titres qu'il détient donnant accès à terme au capital ainsi que les droits de vote qui y sont attachés. Les sociétés de gestion de fonds communs de placement sont tenues de procéder à cette information pour l'ensemble des droits de vote attachés aux actions de la Société détenues par les fonds qu'elles gèrent. L'inobservation de cette disposition est susceptible de faire l'objet d'une sanction conformément aux dispositions légales, à la demande d'un ou plusieurs actionnaires détenant 5% au moins des droits de vote de la Société.

Transfert d'actions

Aucune clause des statuts n'a pour effet de restreindre les transferts d'actions.

8.3 Clauses de conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société (article L.233-11 du Code de commerce)

Aucune clause de convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société n'a été portée à la connaissance de la Société en application de l'article L.233-11 du Code de commerce.

8.4 Participation directes ou indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres

A la connaissance de la Société, selon les dernières informations sur les franchissements de seuils communiquées et les déclarations d'opérations en période de préoffre, les actionnaires de SECP détenant plus de 1,5% de son capital et/ou de ses droits de vote sont indiqués dans le tableau figurant à la section 8.1 ci-avant.

8.5 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci

Néant.

8.6 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel

Néant.

8.7 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et/ou à l'exercice des droits de vote

A la connaissance de la Société, à la date de la présente note en réponse, il n'existe pas d'accord entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions relatives au transfert d'actions et/ou à l'exercice du droit de vote.

8.8 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la Société

Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil de d'administration

En application des articles 14 et 16 des statuts, le conseil d'administration de la Société est composé de cinq membres au moins et de seize membres au plus, nommés pour une durée de six ans au plus.

Le comité des rémunérations et des nominations formule des propositions au conseil d'administration quant à la sélection des nouveaux administrateurs, leur cooptation, leur nomination ou leur renouvellement. À cet effet, le comité des rémunérations et des nominations prend en compte l'équilibre souhaitable dans la composition du conseil au vu de l'évolution de l'actionnariat de la Société, et veille à ce que chaque administrateur pressenti possède les qualités et la disponibilité requises et représente un éventail d'expériences et de compétences permettant au conseil d'administration de remplir efficacement ses missions avec l'objectivité et l'indépendance nécessaires.

Les membres du conseil d'administration sont nommés et, le cas échéant, renouvelés dans leurs fonctions, par l'assemblée générale ordinaire des actionnaires, sur proposition du conseil d'administration. S'agissant de la nomination ou du renouvellement d'un administrateur indépendant, les conclusions du conseil d'administration, quant à l'indépendance du candidat, sont portées à la connaissance de l'assemblée générale.

En cas de vacance par décès ou par démission d'un ou plusieurs administrateurs, le conseil d'administration peut, entre deux assemblées générales, procéder à des nominations à titre provisoire. Ces nominations sont ensuite soumises à la ratification de la prochaine assemblée générale ordinaire.

Règles applicables à la modification des statuts

L'assemblée générale extraordinaire peut modifier les statuts dans toutes leurs dispositions, à condition de ne pas augmenter les engagements des actionnaires.

L'assemblée générale extraordinaire ne délibère valablement qu'autant qu'elle est composée d'actionnaires représentant le tiers des actions ayant le droit de vote sur première convocation et le quart desdites actions sur deuxième convocation. A défaut de ce dernier quorum, la deuxième assemblée peut être prorogée à une date postérieure de deux mois au plus à celle à laquelle elle avait été convoquée.

Les délibérations sont prises à la majorité des deux tiers des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés.

8.9 Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres

Le conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la Société et veille à leur mise en œuvre dans les conditions prévues par la loi.

Le conseil d'administration procède aux contrôles et vérifications qu'il juge opportuns.

Aux termes du règlement intérieur de la Société, qui constitue un document interne destiné à préciser ses statuts, le conseil d'administration délibère sur toutes questions relevant de ses attributions légales, réglementaires et statutaires telles que :

- la préparation et la convocation des assemblées générales d'actionnaires ; l'arrêté des termes des résolutions qui sont proposées au vote des actionnaires ;
- l'arrêté des comptes sociaux et consolidés annuels et semestriels, l'arrêté des termes du rapport de gestion annuel et du rapport financier semestriel ;
- l'arrêté de la documentation de gestion prévisionnelle, en ce compris le rapport écrit y afférent ;

- l'autorisation, le cas échéant, des conventions visées aux articles L. 225- 38 et suivants du Code de commerce ;
- l'autorisation, le cas échéant, des cautions, avals et garanties ;
- la cooptation des administrateurs ;
- la nomination ou révocation du Président, du Directeur Général et des Directeurs Généraux Délégués, le contrôle de leur gestion de la Société ;
- la décision quant au mode d'administration de la Société (dissociation ou non des fonctions de Président du conseil d'administration et de Directeur Général) ;
- la création des comités du conseil d'administration et, le cas échéant, la fixation du règlement intérieur qui détermine notamment leurs attributions et leurs modalités de fonctionnement, la nomination et la rémunération de leurs membres ;
- la répartition des jetons de présence.

En outre, le conseil d'administration examine et approuve, préalablement, les opérations suivantes :

- le budget annuel et, le cas échéant, les révisions significatives dudit budget ;
- les opérations significatives relevant du métier de l'entreprise et se traduisant par un investissement ou un désinvestissement, de nature financière et/ou opérationnelle, de la Société ou de l'une de ses filiales, d'un montant annuel hors taxes supérieur à 100 millions d'euros ;
- toute opération significative (i) se situant hors la stratégie de la Société, et/ou (ii) modifiant le périmètre d'activités de la Société et de ses filiales.

Le conseil d'administration arrête, sous forme de communiqué, les informations qu'il entend communiquer au marché, aux analystes, et aux actionnaires.

Le conseil d'administration ne bénéficie d'aucune délégation de pouvoirs en vue de l'émission ou du rachat d'actions de la Société.

8.10 Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle

Dans le cadre de ses activités, la Société est amenée à conclure des accords avec des tiers qui, dans l'hypothèse d'un changement de contrôle, pourraient s'en trouver modifiés, voire prendre fin. Il en va ainsi de certains accords d'acquisition conclus avec des ayants droit et portant sur des droits de propriété intellectuelle, notamment dans les domaines du sport ou du cinéma, caractérisés par un fort intuitu personae. La Société étant toutefois déjà contrôlée par l'Initiateur, le risque de mise en oeuvre des clauses concernées apparaît limité.

8.11 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration, les salariés ou les dirigeants de la Société, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

Les accords de ce type concernant le cas échéant les dirigeants sont décrits à la section 11.6.2 du rapport annuel 2014 de la Société.

9. INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES CONCERNANT LA SOCIETE

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les « Autres Informations » relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société feront l'objet d'une note spécifique déposée auprès de l'AMF et mise à disposition du public selon les modalités propres à assurer une diffusion effective et intégrale, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre.

10. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE

« A ma connaissance, les données de la présente note en réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée ».

Maxime Saada, Directeur Général

Annexe 1 – Rapports de l’expert indépendant

**Expertise indépendante d'Associés en
Finance se prononçant sur le caractère
équitable du prix d'offre proposé aux
actionnaires de Société d'édition de
Canal + (SECP) à l'occasion de l'Offre
Publique d'Achat initiée par Vivendi**

25 juin 2015

Sommaire

I. Missions et moyens	4
II. SECP : présentation, analyse et stratégie	7
A. Activité	7
B. Historique	8
C. Contraintes réglementaires	10
D. Evolution de la structure de l'actionnariat	11
E. Fondamentaux de l'environnement opérationnel de SECP	12
F. Analyse financière de SECP	16
1. Compte de résultat	16
2. Analyse du bilan et des flux de trésorerie	21
III. Evaluation de SECP	24
A. Examen du cours de bourse	24
B. Les méthodes écartées	29
1. Méthode de l'Actif net comptable	29
2. Méthode de l'Actif net réévalué	29
3. Valorisation par les dividendes	29
4. Suivi de la société par les analystes financiers et objectifs de cours	29
C. Les méthodes retenues	29
1. Methodologie de valorisation intrinsèque par actualisation des flux prévisionnels : <i>DCF to firm</i> et <i>DCF to equity</i>	30
2. Paramètres utilisés pour la valorisation de SECP	30
a. Les données prévisionnelles	30
b. Les facteurs de risque sur la valorisation	33
c. Détermination du nombre d'actions	36
e. Ajustements pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres	37
3. Mise en œuvre de l'actualisation des flux prévisionnels : <i>DCF to firm</i> et <i>DCF to equity</i>	38
a. Taux d'actualisation des flux prévisionnels	38
b. Résultat de la valorisation intrinsèque de SECP des flux de trésorerie sur la base des prévisions à long terme élaborées par Associés en Finance	40

<i>Sensibilité de la valorisation de SECP par la méthode de valorisation intrinsèque des flux de trésorerie</i>	40
c. Valorisation sur la base du scénario alternatif d'atteinte de la borne haute de la fourchette du résultat opérationnel.....	41
a. Méthode analogique des multiples : à titre informatif.....	42
i. Echantillon retenu de comparables boursiers.....	42
ii. Résultats de la Méthode des comparables boursiers.....	43
b. Méthode des transactions comparables : à titre d'information.....	45
c. Analyse des interventions sur le titre SECP menées par Vivendi / Groupe Canal+.....	46
IV. Analyse des travaux des banques présentatrices sur la valorisation de l'action	47
1. Méthodes écartées.....	47
2. Méthodes retenues par les banques présentatrices.....	47
a. Analyse du cours de bourse.....	47
b. Approche par l'actualisation des dividendes.....	47
c. Approche par les comparables.....	49
Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres.....	50
3. Résultats comparés.....	51
V. Conclusion d'Associés en Finance.....	52
VI. Présentation de l'expert.....	53
VII. Annexe 1 : détail sur le déroulement de la mission.....	56
VIII. Annexe 2 : présentation des sociétés de l'échantillon TV et médias présentées dans la méthode indicative des comparables.....	58
IX. Annexe 3 : détail des transactions intervenues dans le secteur.....	61
X. Annexe 4 : Présentation détaillée du modèle TRIVAL®.....	63

I. Missions et moyens

Mission d'Associés en Finance

Le Conseil d'Administration de SECP (Société d'édition de Canal Plus) a mandaté le 19 mai 2015 Associés en Finance en qualité d'expert indépendant, sur le fondement de l'article 261-1 (alinéa I, 1^{er}) du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). Le Conseil d'Administration de SECP a délégué à son Comité Financier, composé de Grégoire Castaing, directeur financier Groupe Canal+, Pierre Blayau, Administrateur indépendant, et Brigitte Longuet, Administrateur indépendant, le suivi de la mission de l'expert indépendant.

La mission d'Associés en Finance¹ consiste à se prononcer sur le caractère équitable du prix d'Offre Publique d'Achat amicale, soit 7,60 € par action, déposée par Vivendi et portant sur les actions de SECP non détenues par des filiales à 100% de Vivendi (principalement Groupe Canal+, suivi de SIG 61 SA et de Canal+ Régie SAS). Vivendi détient actuellement indirectement par l'intermédiaire de ses filiales 48,5% du capital de SECP.

Les personnes d'Associés en Finance impliquées dans cette mission sont Bertrand Jacquillat, Président d'honneur d'Associés en Finance, responsable de la mission, Arnaud Jacquillat, Directeur Général, Catherine Meyer, Associée, Guillaume Gandrille et Viet Do-Quy, analystes financiers, Philippe Leroy, Président du Conseil d'Administration, est en charge du contrôle qualité.

Contexte

Groupe Canal+, détenu par Vivendi, est un actionnaire historique de SECP. La structure actuelle de SECP a été mise en place en 2000 lors de la fusion entre Vivendi, Seagram et Canal+, avec un périmètre réduit par rapport à la situation qui prévalait avant cette date. Groupe Canal+ détenait alors 48,5% de SECP.

Le 12 mai 2015, Vivendi a annoncé son intention de déposer auprès de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF), après que le projet d'opération aura été présenté au Conseil Supérieur de l'Audiovisuel, un projet d'offre publique d'achat amicale visant le solde des actions SECP, au prix de 7,60€ par action SECP, afin d'offrir aux actionnaires une faculté de liquidité². L'objectif de Vivendi ne consiste pas à mettre en œuvre un retrait obligatoire des actions de SECP à l'issue de l'offre. Vivendi s'en réserve toutefois la possibilité si son niveau de détention post OPA atteignait le seuil de 95% du capital et des droits de vote.

¹Associés en Finance et Détroyat Associés se sont rapprochés à la fin de l'année 2014. Le nom commercial de la nouvelle entité est *Associés en Finance*, Jacquillat et Détroyat Associés. Pour simplifier la lecture de ce document, elle sera mentionnée par la suite sous l'intitulé *Associés en Finance*, voire son acronyme AEF.

²L'offre est rendue possible par une évolution législative par laquelle Vivendi est autorisée à détenir plus de 49% du capital social ou des droits de vote de SECP dès lors que sa part d'audience est inférieure à 8% de l'audience totale des services de télévision.

Indépendance

Associés en Finance et Détroyat Associés confirment ne pas avoir de conflits d'intérêt et être indépendant de l'ensemble des intervenants sur ce dossier au sens de l'article 261-4 du Règlement général de l'AMF et de l'instruction 2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante.

Ainsi Associés en Finance, Détroyat Associés et leurs salariés :

- N'entretiennent pas de liens juridiques ou en capital avec les sociétés concernées par l'Offre ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- N'ont procédé à aucune évaluation pour le compte de SECP, Groupe Canal+ ou Vivendi au cours des dix-huit derniers mois ;
- N'ont pas conseillé SECP, Groupe Canal + ou Vivendi, ou toute personne que ces sociétés contrôlent au titre de l'article L. 233-3 du code de commerce, au cours des dix-huit derniers mois ;
- Ne détiennent aucun intérêt financier dans la réussite de l'Offre, une créance ou une dette sur l'une des sociétés concernées par l'Offre, susceptible d'affecter leur indépendance ;
- N'entretiennent pas de relations répétées avec une banque susceptibles d'affecter l'indépendance d'Associés en Finance. Ni Associés en Finance ni Détroyat Associés ne sont en particulier intervenus sur des missions d'expertise indépendante dont CM-CIC ou Crédit Agricole étaient établissements présentateurs au cours des dix-huit derniers mois.
- Ne se sont vus confier aucune mission – autre que celle faisant l'objet de la présente mission – par les sociétés concernées par l'Offre pour les mois à venir.

En conséquence, Associés en Finance remplit les critères d'indépendance requis pour effectuer cette mission.

Avertissement

Les informations, utilisées pour la réalisation de nos travaux, ont soit été fournies par SECP, Crédit Agricole, CM-CIC, Vivendi, soit étaient publiques.

SECP nous a certifié ne pas disposer de plan d'affaires à moyen terme. Il n'existe pas non plus de plan d'affaires spécifique utilisé pour SECP par Groupe Canal+ / Vivendi, SECP étant intégré dans les comptes de Vivendi à la branche plus large de la télévision payante en France. Le budget 2015 et sa version révisée nous ont été communiqués.

Vivendi, Groupe Canal + et SECP nous ont certifié qu'il n'existait pas d'accords connexes à la présente offre entre ces différentes entités, le management de SECP ou des actionnaires minoritaires qui seraient susceptibles d'avoir un impact sur le prix de l'offre. Vivendi et sa filiale Groupe Canal+ ont également certifié ne pas avoir acquis d'actions SECP au cours des douze derniers mois.

Les dirigeants mandataires sociaux de SECP, Bertrand Meheut et Rodolphe Belmer, sont éligibles au plan d'attribution d'actions de performance mis en place par VIVENDI. L'acquisition définitive des actions de

performance attribuées est soumise à des conditions de performance dépendant de critères internes (niveau du taux de marge d'EBITA de Groupe Canal+) et externes (performance de l'action Vivendi par rapport à deux indices boursiers : Stoxx Europe 600 Télécommunications et Stoxx Europe 600 Médias).

Associés en Finance n'a effectué aucune revue physique et aucune évaluation indépendante des immobilisations, de l'actif ou du passif de la Société et de ses filiales et participations. Nous n'avons effectué aucune revue indépendante des litiges en cours ou potentiels, des recours, réclamations ou autres responsabilités potentielles dont SECP fait ou pourrait faire l'objet. De manière générale, nous avons tenu pour acquises, sans vérification indépendante, l'exactitude des données, documents ou informations qui nous ont été communiqués ou auxquels nous avons eu accès sans que nous puissions encourir une quelconque responsabilité du fait de ces données, documents et informations. Associés en Finance ne peut garantir l'exactitude des prévisions, estimations et informations fournies.

Notre rapport d'expertise et sa conclusion sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre pour les actionnaires minoritaires de la Société ne constituent pas une recommandation à l'attention des actionnaires de SECP quant à la manière dont ils devraient agir dans le cadre de l'Offre.

Déroulement de la mission d'Associés en Finance

Associés en Finance a été mandatée par la Société le 19 mai 2015. La mission d'Associés en Finance s'est déroulée du 20 mai 2015 au 25 juin 2015, avant de présenter le 26 juin 2015 son rapport au conseil d'administration de la Société se réunissant pour se prononcer sur l'offre de Vivendi.

Au cours de cette période, Associés en Finance a eu des contacts réguliers physiques ou par téléphone avec les différentes personnes indiquées en annexe. Associés en Finance a en particulier participé au Comité Financier du 15 juin 2015 au cours duquel ce dernier s'est assuré que SECP avait mis en œuvre les diligences nécessaires en soutien à la mission d'expertise indépendante.

Associés en Finance s'est entretenu avec les actionnaires minoritaires ainsi qu'avec les investisseurs non actionnaires qui en ont fait la demande.

Le programme de travail détaillé et les sources d'information utilisées sont présentés en annexe. Pour mener sa mission, Associés en Finance s'est appuyé sur ses propres méthodes et bases de données (modèle Trival), sur les entretiens détaillés en annexe et sur les diverses sources d'informations disponibles.

II. SECP : présentation, analyse et stratégie

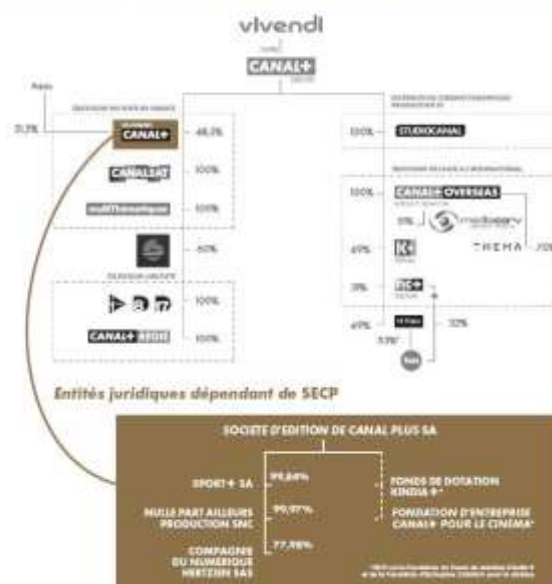
A. Activité

La Société d'édition de Canal Plus (ci-après SECP) fait partie du pôle de télévision payante du groupe Canal +, lui-même filiale à 100% du groupe Vivendi, et premier groupe de télévision payante en France. SECP édite, produit et diffuse les chaînes Canal+ en France. Le périmètre de SECP comprend principalement :

- L'édition des chaînes payantes *Premium* autour du cinéma, du sport, de la fiction, du documentaire et du divertissement (Canal+, Canal+ Cinéma, Canal+ Sport, Canal+ Décalé, Canal+ Séries, Canal+ Family). Le métier d'éditeur consiste à créer des chaînes de télévision à partir de contenus acquis (par exemple les droits des championnats sportifs, des films ou des séries, etc.) ou des contenus produits en propre (fictions, magazines, émissions de divertissement, etc.)
- Deux chaînes thématiques (Sport+, Golf+)
- Le service de télévision de rattrapage (Canal+ à la demande)
- Une vingtaine de « chaînes gratuites » disponibles sur YouTube
- Deux sites internet CANALPLUS.FR et SPORTPLUS.FR et une application myCANAL.

SECP s'inscrit dans la structure plus vaste des activités audiovisuelles du groupe Vivendi, illustrée par l'organigramme ci-dessous (Figure 1), extrait du rapport annuel 2014 de SECP.

Figure 1
Organigramme des activités du Groupe CANAL+ et positionnement de SECP



B. Historique

Créée en décembre 1983 par le groupe Havas avec la participation de la Compagnie Générale des Eaux, la société Canal+ SA a été le premier opérateur français de télévision payante, avec la chaîne Canal+, lancée en novembre 1984.

La société Canal+ SA a été introduite en bourse en novembre 1987, afin d'ouvrir son capital en application de la loi de 1986 régissant l'audiovisuel en France, et qui limitait à 25% (puis à 49% à partir de 1994) la participation que pouvaient détenir un ou plusieurs actionnaires agissant seul ou de concert dans une chaîne de télévision titulaire d'une licence d'émission, et réalisant une part d'audience moyenne annuelle dépassant 2,5% de l'audience totale des services de télévision.

Ont suivi des années d'expansion du groupe Canal+, par internationalisation, par diversification (CanalSatellite, chaînes thématiques, production cinématographique), et par rapprochement (rapprochement avec Nethold fin 1996 ou constitution d'alliance avec le groupe Lagardère début 2000 dans la télévision numérique).

Changements structurels fin 2000

En décembre 2000, lors du rapprochement entre les groupes Vivendi, Seagram et Canal+, des changements majeurs ont été apportés à la structure du groupe. Les contraintes réglementaires, notamment sur la nécessité de maintenir à 49% la détention maximale du capital de la chaîne détentrice de l'autorisation d'émettre sur fréquence hertzienne, ont conduit à séparer la chaîne *Premium* en France des autres activités du groupe Canal+, intégrées pour leur part au nouvel ensemble Vivendi Universal.

Ainsi, l'ensemble des activités de la société Canal+, **à l'exclusion de l'activité d'édition et de diffusion de la chaîne *Premium* en France**, ont été apportées en plusieurs étapes à la société Groupe Canal+, détenue *in fine* à 100% par Vivendi. Seules les activités d'édition et de diffusion de la chaîne *Premium* en France, héritières de la société initialement introduite en bourse en 1987, sont restées cotées au sein de l'entité Canal+ SA (actuelle SECP) et détenues à hauteur d'environ 49% par *in fine* le groupe Vivendi³.

Plus précisément, Canal+ SA (actuelle SECP) est demeurée propriétaire de sa base d'abonnés en France, tandis que tous les autres actifs, et notamment **la jouissance de la base d'abonnés et la marque Canal+**, ont été apportés à Groupe Canal+ et sont donc sortis du périmètre de la société devenue aujourd'hui SECP. Les traités

³ La société détenant directement la participation du groupe Vivendi dans SECP a varié au fil du temps : Groupe Canal+ entre 2001 et 2006, Canal+ France entre 2007 et 2013 et Groupe Canal+ depuis 2013. La société Canal+ France avait été créée après le rapprochement entre TPS et CanalSatellite, et comptait à son capital, outre le groupe Vivendi en tant qu'actionnaire majoritaire, TF1, M6 et Lagardère en tant qu'actionnaires minoritaires, puis seulement Lagardère. La cession en 2013 des 20% de Canal+ France détenus par Lagardère au groupe Vivendi a été suivie d'une absorption de Canal+ France par Groupe Canal+.

d'apport prévoyait que les actionnaires de Canal+ SA soient rémunérés en actions Vivendi Universal, à hauteur de deux actions Vivendi Universal pour une action Canal+ SA⁴.

Ces changements structurels intervenus fin 2000 ont abouti à la situation très spécifique de SECP, société cotée, qui intervient sur un périmètre restreint (la chaîne *Premium* en France), et dont de nombreuses activités opérationnelles sont liées au Groupe Canal+, son actionnaire majoritaire. Les principales opérations réalisées en connexion avec d'autres entités de Groupe Canal+ ou de Vivendi peuvent être résumées comme suit :

- Convention de distribution avec Groupe Canal+, décrite ci-après
- Convention de gestion de trésorerie avec Groupe Canal+ et Vivendi : Vivendi a mis en place un système de *cash pooling* avec l'ensemble des sociétés qu'elle contrôle leur permettant de déposer leurs excédents de trésorerie dans un compte courant commun et d'emprunter à ce dernier des fonds sous forme d'avances à court terme
- Gestion administrative : Groupe Canal+ facture des dépenses administratives et des mises à disposition du personnel à SECP et à Nulle Part Ailleurs Production
- Convention de régie publicitaire avec Canal+ Régie : SECP et ses différentes chaînes ont confié à Canal+ Régie la mission de prospecter et de vendre les espaces publicitaires et le parrainage à diffuser sur leurs antennes. En rémunération de ses prestations, Canal+ Régie reçoit une commission de 20% du chiffre d'affaires net publicité et parrainage encaissé par SECP et par ses chaînes thématiques
- Relations StudioCanal : SECP acquiert chaque année auprès de StudioCanal des droits exclusifs de diffusion (droits de diffusion de films du catalogue de StudioCanal et séries)
- Relations Canal+ Overseas : SECP refacture à Canal+ Overseas une partie des coûts de programmes engagés au titre des droits acquis pour les territoires d'Outre-mer et des pays africains ainsi qu'une redevance au titre des obligations d'investissement Cinéma.

Compte tenu des modifications de périmètre intervenues en 2000, la société cotée depuis fin 2000 (Canal+ SA qui a pris le nom de SECP, Société d'édition de Canal Plus, en 2011) présente un profil très différent de la société Canal+ antérieure, tant en terme de chiffre d'affaires que de marges, puisqu'intervenant sur un spectre d'activités concentrées sur les activités d'édition de la chaîne Canal+.

⁴ Par cette opération, le détenteur d'une action de l'ancien Canal+ SA est resté détenteur d'une action du nouveau Canal+ SA et a reçu deux actions Vivendi Universal. La veille de l'exécution effective de cette opération, l'ancienne action Canal+ SA cotait 145,60 € (le 8 décembre 2000) ; au premier jour de cotation post opération, la nouvelle action Canal+ SA s'échangeait en fin de journée à 3,10 €, et l'action Vivendi Universal à 75,20 € (soit 150,4 € pour les deux actions reçues).

Signature fin 2000 de la Convention de Distribution entre Canal+ (entité cotée, devenue SECP) et Canal+ Distribution (auquel s'est substitué depuis 2013 Groupe Canal+)

La réorganisation induite fin 2000 par le rapprochement entre Vivendi, Canal+ et Seagram, a conduit à la mise en place d'une convention de distribution entre Canal+ SA (actuelle SECP) et Canal+ Distribution.

Cette convention prévoit que Canal+ SA (actuelle SECP) perçoive le montant du chiffre d'affaires des abonnements, mais qu'un certain nombre de prestations soient réalisées par Canal+ Distribution pour le compte et sous le contrôle de SECP (prestations de distribution et commercialisation, gestion des relations commerciales, administratives et techniques des abonnés, service après-vente, négociation avec les distributeurs tiers, mise à disposition des terminaux aux abonnés, etc.).

La rémunération annuelle due à Groupe Canal+ pour la réalisation de ces prestations est égale à la différence entre le résultat opérationnel de SECP avant commission de distribution et 3.3% du chiffre d'affaires abonnements. De la sorte, le résultat opérationnel de SECP est égal à 3.3% du chiffre d'affaires abonnements. Il est par ailleurs convenu qu'il ne peut varier qu'à l'intérieur d'une fourchette dont les bornes hautes et basses sont revalorisées de 2.5% par an par rapport à la valeur de référence fixée en 2000. Au titre de 2014, cette fourchette s'établit à 64.8 M€ en borne basse et à 73.1 M€ en borne haute.

La convention de distribution a été signée pour une période courant jusqu'en 2050. Elle peut être dénoncée à l'échéance de son terme, sous réserve d'un préavis de deux ans, ou être renouvelée par tacite reconduction par période de cinq ans.

L'existence de cette convention de distribution est expressément mentionnée dans la convention qui lie SECP et le Conseil Supérieur de l'Audiovisuel (CSA), cette dernière régissant les modalités d'exploitation des services de télévision privés de Canal+. Toutes modifications ultérieures, autres que mineures, doivent être soumises à l'agrément du CSA.

Les chaînes Canal+ sont aujourd'hui distribuées par le biais d'abonnements sur toutes les plateformes de distribution : la TNT, le satellite, le câble, l'ADSL, la fibre, le mobile, les tablettes et Internet.

C. Contraintes réglementaires

L'activité de SECP est régie par la convention signée entre le CSA et Canal+ SA (actuelle SECP) le 1^{er} juin 1995 à laquelle est subordonnée l'autorisation d'émettre de Canal+ sur une fréquence hertzienne. Depuis 1995, cette autorisation d'émettre, subordonnée au respect de certains engagements de diffusion⁵, a été reconduite tous les cinq ans et court actuellement jusqu'en 2020.

⁵ La chaîne s'engage à respecter un quota de diffusion de 60% d'œuvres européennes et 40% d'œuvres d'expression originale française. Elle s'engage aussi à consacrer chaque 12,5 % de ses ressources totales annuelles à l'acquisition de droits de diffusion d'œuvres cinématographiques européennes et 9,5 % à l'acquisition de droits de diffusion d'œuvres cinématographiques d'expression originale française. D'autres clauses sont également prévues, consultables sur le site du CSA.

Enfin, il convient de souligner que la contrainte de limitation de la détention du capital à 49% a été assouplie au fil du temps, et ne s'applique plus aujourd'hui à SECP. Cette limitation ne reste valable que pour les services nationaux de télévision diffusés par voie hertzienne dont l'audience dépasse 8% de l'audience totale des services de télévision, ce qui n'est pas le cas de Canal+. Cette disposition a été mise en œuvre à partir de 2008, rendant dès lors possible la montée de Vivendi au capital de SECP.

D. Evolution de la structure de l'actionnariat

Depuis décembre 2013, après la fusion-absorption de Canal+ France par Groupe Canal+, l'actionnaire principal de SECP est Groupe Canal+, lui-même filiale à 100% de Vivendi.

Figure 2
Actionnariat de SECP au 31 décembre 2014

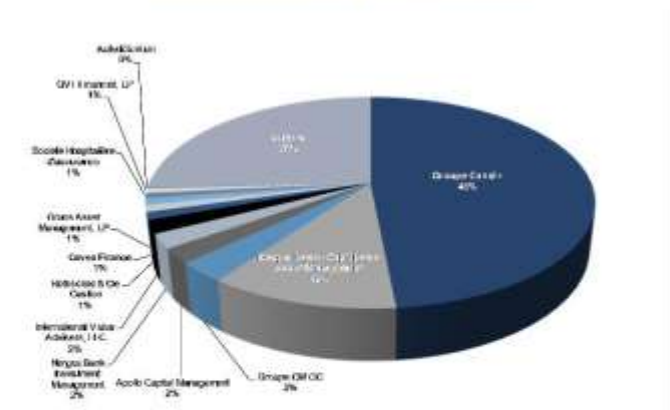


Tableau 1
Evolution de la détention du capital de SECP⁶

[illegible]

« Comme indiqué précédemment, la société détenant directement la participation du groupe Vivendi dans SECP a varié au fil du temps : Groupe Canal+, puis Canal+ France, puis Groupe Canal+. Par souci de simplification de la lecture du tableau, il est repris ici l'intitulé générique « Groupe Canal+ ». Source : documents de référence SECP

A la date de rédaction de la note d'information de la société Vivendi sur son projet d'offre sur SECP, le groupe Vivendi détenait indirectement 61 418 622 actions soit 48,5% du capital de SECP⁷, par l'intermédiaire de Groupe Canal+ (61 412 005 actions SECP), SIG 61 SA (6 616 actions) et Canal+ Régie SAS (1 action). Ces trois sociétés sont filiales à 100%, directement ou indirectement, de Vivendi.

E. Fondamentaux de l'environnement opérationnel de SECP

La chaîne Canal+ s'est construite sur le développement d'une offre de contenus exclusifs et dits « premium », qui justifie le paiement d'un abonnement pour bénéficier de l'accès à ces contenus. En particulier, deux éléments sont clés pour la conquête de nouveaux abonnés et leur réabonnement, les contenus exclusifs audiovisuels et cinématographiques, et surtout les contenus sportifs.

L'environnement audiovisuel français a connu des changements majeurs depuis la mise en place de la structure actuelle de SECP, fin 2000, et continue à en connaître :

D'un point de vue technique d'abord :

- **Passage de la diffusion analogique à la diffusion numérique** (déploiement de la TNT en France à partir de 2005, permettant l'élargissement à des services interactifs associés et des coûts de diffusion moindres) et à la télévision HD (à partir de fin 2008). Le déploiement de la TNT a notamment élargi le nombre de Français pouvant recevoir Canal+ en clair.
- **Élargissement des modes de diffusion**, avec les premières diffusions de Canal+ par ADSL (et plus récemment via la Fibre) via des partenaires fournisseurs d'accès internet (FAI) à partir de 2003 / 2004 (initialement avec Neuf Telecom, France Télécom et Free, puis tous les autres FAI), et sur téléphone mobile (2003). Cet élargissement des modes de diffusion a pour conséquence un partage de la marge entre Canal+ et les distributeurs tiers. Les nouveaux abonnés de la chaîne Canal+ sont essentiellement des abonnés ADSL / Fibre.

D'un point de vue de l'offre de télévision ensuite :

- Si le marché de la télévision dans son ensemble reste dominé en France par quatre acteurs majeurs, Groupe TF1, M6, France Télévisions et Groupe Canal+, la mise en place de la TNT et le développement des abonnements en *triple play* ou *quadruple play*⁸ par ADSL / Fibre a entraîné une **multiplication des chaînes** (gratuites, payantes, locales ou thématiques) et une fragmentation de l'offre et des audiences. De cette fragmentation découlent pour les chaînes gratuites historiques une diminution des recettes publicitaires et pour les chaînes payantes comme Canal+ la nécessité d'investir davantage pour garder un contenu différenciant.

⁷ Composé de 126 690 768 actions dont 50 863 actions auto-détenues.

⁸ *Triple play* : téléphonie fixe, internet et télévision / *quadruple play* : idem + téléphonie mobile.

- **Des nouveaux modes alternatifs et non immédiats de consommation de contenus se sont développés et continuent à se développer**, comme par exemple les services de télévision de rattrapage (*Catch-up TV*) et de vidéo à la demande (VoD). Le marché de la VoD se caractérise par un environnement fortement concurrentiel et multi-forme, dont les acteurs sont les opérateurs de plateformes de diffusion classiques (TNT, ADSL/Fibre, câble, satellite), les éditeurs de chaînes de télévision, les distributeurs de contenus sur Internet (Google, Apple Store, Youtube, etc.) ou encore les équipementiers (cf. par exemple le boîtier Apple TV qui donne accès sur les télévisions aux contenus iTunes, à CanalPlay, à Netflix, à la NBA, à CBS Sports, etc.). Outre la concurrence accrue, ces modes de consommation alternatifs soulèvent la question du modèle historique de développement des chaînes de télévision, qu'elles soient gratuites ou payantes.
- **De nouveaux modes de diffusion sont apparus et se développent, comme la diffusion OTT** : la diffusion OTT (« over the top ») désigne l'acheminement via Internet de contenus médias ou vidéos vers des appareils connectés. Le développement de la diffusion OTT constitue un sujet majeur de redéploiement de la chaîne de valeur dans le monde médias, en particulier pour les chaînes de télévision et les opérateurs télécoms. La concurrence en matière de diffusion se développe avec des acteurs majeurs (cf. paragraphe précédent) ; le développement OTT pourrait conduire à couper le lien entre chaînes de télévision et producteurs de médias (qui peuvent valoriser leurs catalogues directement) ; il favorise aussi le développement d'offres d'accès illimité à des contenus médias, comme celle de Netflix ou CanalPlay.

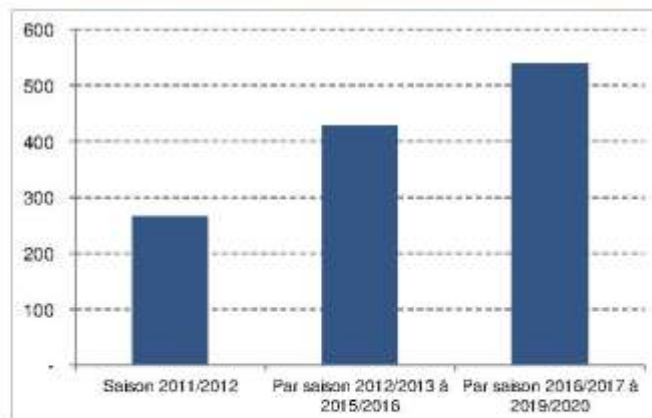
Les acteurs traditionnels ne restent évidemment pas immobiles face à cette remise en question de leur modèle historique, et commercialisent leurs offres sur ces nouveaux modes de diffusion (par exemple au sein du groupe Canal +, la présentation récente du nouveau décodeur Cube S, 100% OTT, ou encore le décodeur G5T permettant de s'affranchir de la connexion hertzienne) mais ils ont perdu en tout état de cause leur positionnement privilégié.

- **Arrivée de nouveaux acteurs diffuseurs** ayant vocation à concurrencer directement les contenus *Premium* de Canal+, comme l'arrivée de Beinsport en France en 2012 sur les contenus sportifs et celle de Netflix en 2014 sur les contenus audiovisuels et cinématographiques. En particulier, l'irruption de Beinsport sur le marché des contenus sportifs, marché crucial pour Canal+, a conduit à la perte de certains contenus (Liga, Europa League, NBA) et au renchérissement des droits lors des derniers processus d'enchères, notamment pour les droits du football, programme clé pour de nombreux abonnés à Canal+. En outre, le rugby est également un objet de convoitise pour BeIN Sports qui diffuse déjà les nouvelles Coupes d'Europe de Rugby et escomptait 2 millions d'abonnés supplémentaires avec les droits exclusifs du Top 14 dont l'appel d'offres a finalement été remporté par Canal+ pour les saisons

2015/2016 à 2018/2019, au prix d'une hausse significative des droits sportifs payés en la matière.

La hausse des droits sportifs est particulièrement marquée pour les droits du football : alors que la renégociation à la baisse des droits de la Ligue 1 pour les saisons 2008/2009 à 2011/2012 avait permis à SECP de réduire le coût de ses programmes en 2010 et 2011, leur évolution récente (ils sont passés de 265 M€ pour la saison 2011/2012 à 540 M€ pour chacune des saisons 2016/2017 à 2019/2020) rend compte de l'inflation des coûts de programmes nécessaire au maintien de la base d'abonnés.

Figure 3
Evolution des droits de la Ligue 1 de football par saison (M€)

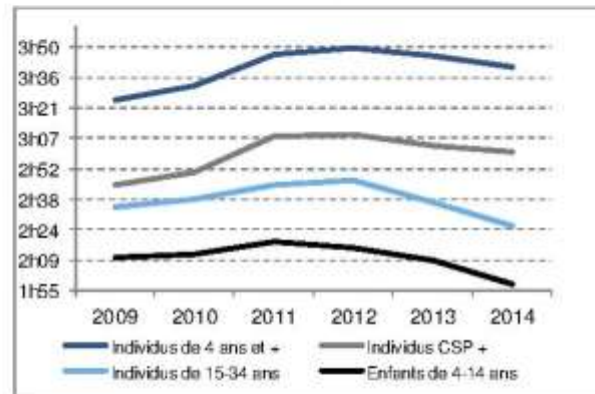


D'un point de vue de la demande de télévision enfin :

La fragmentation des chaînes, le développement de la possibilité de consommer « autrement » des contenus médias n'importe quand, sur n'importe quel support et éventuellement de façon illimitée - décrits ci-dessus - et la limite physique du temps (il n'y a que 24 heures par jour ... et le temps passé sur les réseaux sociaux, par exemple, limite la consommation de contenus médias « classiques ») finissent par se traduire par une perte d'attractivité de la télévision et des contenus associés par rapport à une consommation multimédias, et en définitive par une baisse de la consommation moyenne de télévision surtout chez les plus jeunes. Ce phénomène est certes récent (constaté sur les deux ou trois dernières années), mais il est inédit et marque une inversion de tendance qui ne pourra manquer d'impacter à terme l'ensemble du monde audiovisuel. Même si une partie du temps d'écoute de la télévision se déplace sur d'autres modes de diffusion de contenus sur lesquels le Groupe Canal+ est aussi positionné, la perte d'habitude de consommer du temps d'écoute télévisuel est un sujet majeur

à terme. La Figure 4 présente ainsi la baisse significative de la durée d'écoute des plus jeunes, et le recul également constaté sur les catégories CSP+, cible de clientèle clé pour Canal+³.

Figure 4
Evolution de la durée d'écoute par jour par individu de la télévision



Source : Médiamétrie, enquêtes Mediamat annuelles

L'ensemble de ces changements souvent rapides et « brutaux » montrent que les risques liés au modèle de développement des chaînes payantes comme Canal+ ne doivent pas être sous-estimés sur le moyen terme.

³ On peut citer dans le même ordre d'idée les statistiques américaines sur le « cord-cutting », phénomène correspondant aux clients de la télévision payante qui « coupent le cordon » et résilient leur abonnement au profit des solutions alternatives existant sur Internet. Les clients de la télévision payante américaine se sont réduits de 31 000 au 1er trimestre 2015 (ce qui est inédit pour un 1er trimestre), soit un rythme annuel de -0,5%, après une perte de 1,4 million de foyers en 2014. Source Variety, 11 mai 2015

F. Analyse financière de SECP

1. Compte de résultat

Tableau 2
Compte de résultats résumé depuis 2001

ME	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Chiffre d'affaires	1 530	1 520	1 477	1 448	1 512	1 612	1 790
variation	-1%	-3%	-2%	4%	7%	8%	
dont CA Abonnements	1 445	1 432	1 392	1 347	1 377	1 488	1 581
variation	-1%	-3%	-3%	3%	8%	8%	
dont CA Publicité et autres	85	88	85	102	125	148	159
variation	-2%	-3%	20%	32%	8%	9%	
Coûts des programmes	(793)	(843)	(828)	(869)	(871)	(1 100)	(1 107)
Taxes et droits d'auteur	ND	(161)	(159)	(148)	(150)	(160)	(168)
Coûts de diffusion	(43)	(43)	(43)	(43)	(49)	(54)	(66)
Coûts publicitaires	(22)	(21)	(19)	(17)	(17)	(19)	(22)
Autres coûts	(279)	(113)	(137)	(100)	(154)	(161)	(165)
Total coûts opérationnels avant commission de distribution	(1 137)	(1 163)	(1 170)	(1 170)	(1 341)	(1 484)	(1 540)
% du CA	-74%	-76%	-80%	-81%	-89%	-92%	-86%
Résultat opérationnel avant commission de distribution	393	357	295	271	171	116	162
Croissance (%)	0%	-14%	-12%	-9%	-37%	-31%	63%
% du CA	26%	22%	20%	19%	11%	7%	11%
dont dotations aux amortissements et provisions des immobilisations	(81)	(25)	(18)	(17)	(17)	(25)	(44)
dont dotations aux amortissements et provisions totales	(87)	(25)	(23)	1	(41)	(18)	(53)
3.3% du chiffre d'affaires abonnements	48	47	48	44	45	48	52
Fourchette basse (croissance 2.5% par an)	47	48	49	51	52	53	55
Fourchette haute (croissance 2.5% par an)	53	54	55	57	59	60	62
Résultat opérationnel après commission de distribution	48	46	45	51	52	53	55
Commission de distribution effective	310	311	220	225	819	65	137
Résultat financier	1	3	5	9	2	13	17
impôt	(13)	(12)	(21)	(21)	(20)	(24)	(25)
Taux d'impôt apparent	-28%	-23%	-39%	-35%	-37%	-38%	-39%
Résultat net consolidé	36	39	33	38	35	42	47

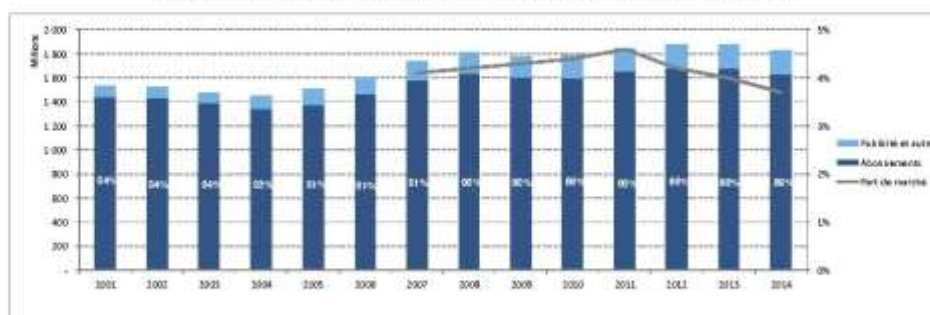
ME	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Chiffre d'affaires	1 813	1 772	1 737	1 848	1 870	1 882	1 830
variation	4%	-2%	1%	2%	2%	0%	-3%
dont CA Abonnements	1 108	1 103	1 099	1 153	1 160	1 163	1 121
variation	3%	-2%	0%	4%	3%	0%	-3%
dont CA Publicité et autres	177	172	162	183	188	199	188
variation	11%	-3%	12%	1%	3%	1%	-1%
Coûts des programmes	(1 047)	(969)	(960)	(1 035)	(1 143)	(1 259)	(1 212)
Taxes et droits d'auteur	(138)	(137)	(128)	(144)	(138)	(148)	(135)
Coûts de diffusion	(82)	(80)	(78)	(34)	(30)	(30)	(41)
Coûts publicitaires	(25)	(26)	(30)	(34)	(33)	(31)	(35)
Autres coûts	(203)	(174)	(215)	(183)	(160)	(150)	(166)
Total coûts opérationnels avant commission de distribution	(1 495)	(1 426)	(1 411)	(1 430)	(1 504)	(1 618)	(1 712)
% du CA	-82%	-80%	-81%	-77%	-80%	-86%	-94%
Résultat opérationnel avant commission de distribution	318	346	326	416	366	264	118
Croissance (%)	87%	9%	-2%	21%	-19%	-31%	-45%
% du CA	18%	20%	19%	23%	18%	11%	6%
dont dotations aux amortissements et provisions des immobilisations	(48)	(48)	(48)	(56)	(58)	(68)	(62)
dont dotations aux amortissements et provisions totales	(57)	(53)	(79)	(47)	(44)	(65)	(62)
3.3% du chiffre d'affaires abonnements	54	53	53	53	59	58	54
Fourchette basse (croissance 2.5% par an)	58	57	58	63	62	63	65
Fourchette haute (croissance 2.5% par an)	63	65	68	68	70	71	73
Résultat opérationnel après commission de distribution	56	57	59	60	62	63	65
Commission de distribution effective	264	291	264	353	278	151	53
Résultat financier	16	4	2	6	1	-	(1)
impôt	(25)	(21)	(21)	(17)	(21)	(24)	(24)
Taux d'impôt apparent	-33%	-34%	-35%	-29%	-33%	-38%	-38%
Résultat net consolidé	47	40	40	49	42	40	40

Chiffre d'affaires

Le chiffre d'affaires de SECP a progressé de 1,4% par an depuis 2001, soit un niveau très proche de l'inflation sur cette période (1,3% en moyenne géométrique). A l'exception de la période 2005 à 2008¹⁰, la croissance est apparue modeste d'une année sur l'autre. Le chiffre d'affaires 2014 est en recul en raison de la situation économique stagnante, qui impacte les revenus publicitaires, et du fait de la hausse du taux de TVA non répercutée sur les abonnements facturés aux clients.

Bien que modeste, l'évolution du chiffre d'affaires affiche une faible volatilité compte tenu de la part importante des abonnements qui comptent depuis dix ans pour environ 90% des revenus de SECP. Le chiffre d'affaires de SECP est de ce fait plus résilient à la conjoncture économique que celui des acteurs de la télévision gratuite dont une part prépondérante provient de la publicité. Il convient toutefois de noter les tendances récentes de recul de la part d'audience de SECP depuis 2012 et d'érosion du nombre d'abonnés en 2014 (-36 000¹¹), dans un contexte concurrentiel difficile (arrivée sur le marché de Beinsport en 2012 et de Netflix en 2014).

Figure 5
Répartition du chiffre d'affaires de SECP et part de marché depuis 2001



Note : les parts de marché sont calculées auprès des individus de quatre ans et plus en France Entière.

Rentabilité opérationnelle, avant prise en compte de l'impact de la convention de Distribution

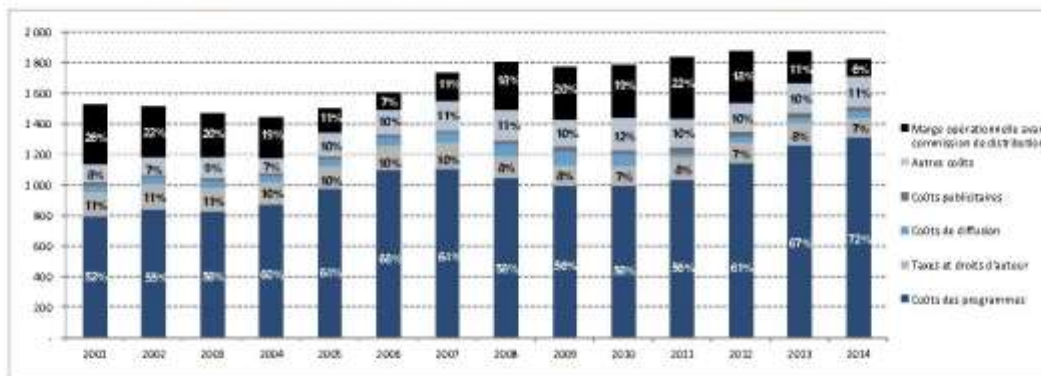
La structure des coûts de SECP est dominée par les coûts des programmes, en forte hausse sur les trois dernières années (ils sont passés de 56% à 72% du chiffre d'affaires entre 2011 et 2014). Les coûts des programmes sont fortement influencés par l'évolution des droits sportifs en général, et ceux du football en particulier, qui suivent la tendance inflationniste déjà mentionnée (notamment en raison de l'arrivée de Beinsport

¹⁰ Période marquée par la croissance du portefeuille d'abonnements, du satellite, de l'ADSL et de l'augmentation du revenu par abonné en lien avec la progression de la numérisation du parc. En outre, le chiffre d'affaires publicité a progressé en raison de la progression des audiences (cf. Figure 5) et d'une situation macroéconomique encore favorable.

¹¹ Sur un périmètre plus large que le strict périmètre SECP

sur le marché français). La marge opérationnelle avant commission de distribution est de ce fait en net recul sur les dernières années (22% en 2011 à 6% en 2014, un léger redressement étant attendu en 2015)¹².

Figure 6
Décomposition des coûts de SECP avant commission de distribution depuis 2001



Impact de la convention de distribution

Toutefois, le résultat opérationnel de SECP est borné à la hausse et à la baisse par l'application du mécanisme de calcul de la commission issu de la convention de distribution qui régit les relations entre Groupe Canal+ et SECP. Depuis 2002, le résultat opérationnel théorique de 3.3% du chiffre d'affaires abonnements est systématiquement inférieur à la borne basse du couloir d'évolution contractuel du résultat opérationnel, cette dernière est par conséquent retenue pour calculer le montant du résultat opérationnel de SECP.

Ce mécanisme issu de la convention de Distribution a plusieurs conséquences : le résultat opérationnel de SECP est très peu soumis aux variations du chiffre d'affaires ni à la hausse des coûts¹³, et notamment celle des droits sportifs, le montant de la Commission de distribution faisant office de tampon. Pour leur part, les actionnaires de Groupe Canal+, et donc *in fine* ceux de Vivendi, continuent de subir ces aléas, par le biais de la commission de distribution versée par SECP.

¹² Pour information, les amortissements et provisions sur immobilisations s'élèvent en moyenne à 60M€ par an sur les dernières années, tandis que les autres provisions sont assez erratiques. A titre d'exemple, SECP a enregistré en 2010 une provision spécifique de 35 M€ relatives aux contrats « onéreux », en l'occurrence des engagements vis-à-vis des professionnels du cinéma versement d'aides aux distributeurs indépendants et aux exploitants de petites et moyennes salles, qui courent jusqu'en 2015.

¹³ Le résultat opérationnel et sa croissance ne sont pas *stricto sensu* garantis, seule sa fourchette l'est. Le résultat opérationnel pourrait en théorie évoluer d'une année sur l'autre d'un pourcentage différent de 2,5%, mais seulement dans certains cas qui ne sont jamais présentés depuis 2002 : en cas de forte hausse du chiffre d'affaires, il pourrait atteindre la fourchette haute du couloir d'évolution prévu, et baisser l'année suivante jusqu'à la borne basse en cas de retournement du chiffre d'affaires.

Figure 7

Effet de la convention de distribution (M€)

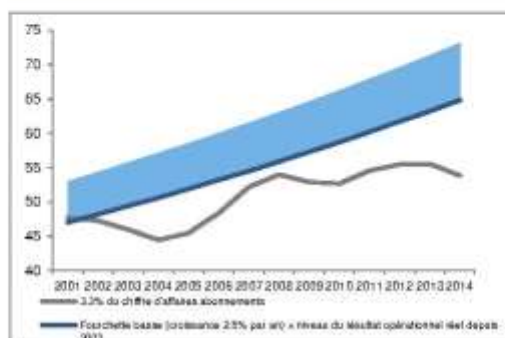
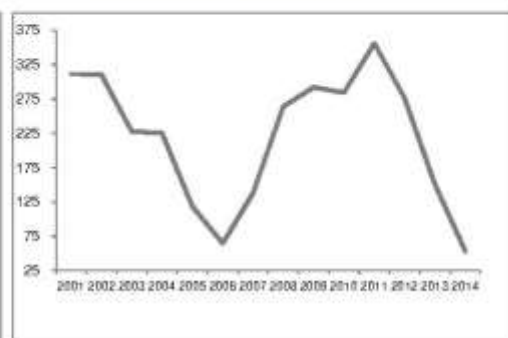


Figure 8

Commission de distribution (M€)



Résultat financier et résultat net : un résultat en baisse sur les dernières années

Si le niveau minimal du résultat opérationnel est garanti par les bornes définies dans la convention de distribution, il n'en est pas de même du résultat net, qui demeure influencé par les conditions économiques et financières de marché. Ainsi, le résultat financier, qui se compose principalement des intérêts sur comptes courants (indexés sur l'EURIBOR 1 mois, conformément à la convention de trésorerie en vigueur au sein du groupe Vivendi), a représenté **jusqu'à plus de 20% du résultat net avant impôt**, entre 2006 et 2008. Mais il a subi ces dernières années l'effet de la baisse de la trésorerie nette et de la chute de l'Euribor, qui ont réduit les produits financiers à un niveau marginal. De plus, le résultat net a subi l'effet de la hausse du taux d'impôt depuis 2012.

Tableau 3
Evolution des résultats financiers, résultats nets et dividendes de SECP depuis 2001

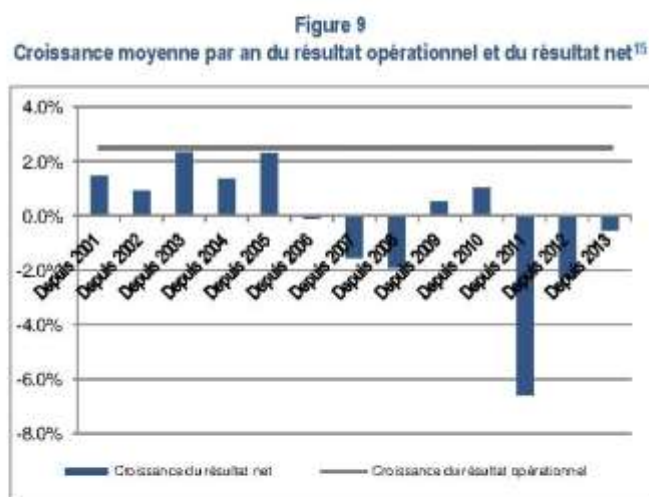
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Résultat financier	1	3	5	9	2	13	17
Taux moyen de rémunération du compte courant	nc	nc	nc	nc	nc	3.00%	4.20%
Résultat financier en % du résultat avant impôt	2%	6%	9%	15%	4%	20%	24%
Résultat net	38	39	33	38	35	42	47
	variation	8%	-15%	13%	-7%	21%	10%
Dividendes	23	25	26	29	29	30	32
	variation	11%	5%	5%	5%	4%	4%
Taux de distribution	63%	65%	79%	74%	83%	72%	68%

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Résultat financier	16	4	2	6	1	-	(1)
Taux moyen de rémunération du compte courant	4.46%	1.10%	0.65%	1.28%	0.47%	0.03%	0.24%
Résultat financier en % du résultat avant impôt	22%	7%	3%	9%	2%	0%	-2%
Résultat net	47	40	40	49	42	40	40
	variation	1%	-14%	-1%	24%	-15%	-4%
Dividendes	33	34	34	34	34	32	32
	variation	4%	4%	0%	0%	-7%	0%
Taux de distribution	70%	85%	86%	70%	82%	79%	80%

Au final, le résultat net de SECP affiche depuis 2006 une croissance bien inférieure à la tendance d'évolution du résultat opérationnel. Simultanément, le dividende a dû être réduit (il est passé de 0.27 € à 0.25 € par action au

titre des deux derniers exercices 2013 et 2014), dans un contexte de moindre génération de *cash-flows* (cf. plus loin). La hausse du taux de distribution depuis 2012 au-delà du niveau historique moyen (75%) n'est ainsi que le reflet de la moindre baisse du dividende par rapport à celle du résultat, et non d'une hausse de la capacité distributive de SECP.

La Figure 9 reflète cette évolution en présentant simultanément la croissance moyenne du résultat opérationnel et celle du résultat net¹⁴.



¹⁴ Elle se lit de la manière suivante (par exemple pour la rubrique « depuis 2006 ») : depuis 2006, la croissance moyenne du résultat opérationnel est de 2,5% par an tandis que celle du résultat net est de -0,1%.

¹⁵ Chiffres IFRS à partir de la croissance 2005 par rapport à 2004.

2. Analyse du bilan et des flux de trésorerie

Tableau 4
Bilan simplifié de SECP depuis 2001¹⁶

Bilan SECP, en M€	2001	2002	2003	2004 IFHS	2005	2006	2007
Ecarts d'acquisition et autres immobilisations incorporelles	4	5	3	6	4	4	5
Immobilisations corporelles	45	49	39	34	33	42	43
Actifs de contenus	470	388	278	344	450	465	442
% Actif Total	66%	61%	48%	44%	49%	46%	44%
dont non courants	-	-	-	-	-	-	-
dont courants	470	388	278	344	450	465	442
Créances d'exploitation et autres	190	149	129	192	221	258	252
Trésorerie retraitée et équivalents	3	32	131	208	205	250	367
TOTAL ACTIF RETRAITE	713	600	578	774	913	1 019	1 009
Fonds propres	157	173	181	208	215	238	245
Intérêts minoritaires	-	-	-	-	-	-	-
Provisions nettes	89	21	53	25	27	22	25
Dettes financières brutes	120	92	19	45	(2)	41	23
Dettes d'exploitation et autres	347	314	325	408	673	726	715
TOTAL PASSIF RETRAITE	713	600	578	774	913	1 019	1 008
Dettes financières nettes retraitées (cash)	(117)	80	(112)	(163)	(202)	(209)	(244)

Bilan SECP, en M€	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Ecarts d'acquisition et autres immobilisations incorporelles	5	6	8	8	6	5	3
Immobilisations corporelles	33	33	40	35	34	28	20
Actifs de contenus	380	388	431	485	519	592	593
% Actif Total	41%	45%	46%	50%	56%	60%	58%
dont non courants	2	3	2	-	5	4	3
dont courants	358	383	429	485	514	588	590
Créances d'exploitation et autres	214	195	191	219	196	205	205
Trésorerie retraitée et équivalents	251	342	233	209	164	150	203
TOTAL ACTIF RETRAITE	869	862	903	941	919	950	1 024
Fonds propres	251	258	274	289	296	302	310
Intérêts minoritaires	-	-	-	-	-	-	-
Provisions nettes	25	20	37	25	13	12	33
Dettes financières brutes	2	3	6	3	6	22	58
Dettes d'exploitation et autres	580	571	587	625	603	645	625
TOTAL PASSIF RETRAITE	868	862	904	942	920	951	1 024
Dettes financières nettes retraitées (cash)	(249)	(239)	(227)	(208)	(158)	(126)	(147)

Note préliminaire sur l'analyse du bilan : l'existence de la convention de distribution et son mode de fonctionnement conduisent à retraiter certains postes du bilan. Le paiement mensuel des commissions dues est ajusté en fin d'année en fonction du chiffre d'affaires et des charges effectivement constatées en fin d'année, donnant lieu à une régularisation en numéraire en janvier. Dès lors, figurent au bilan des créances ou des dettes d'exploitation au titre du solde de la commission de distribution très temporaires. Dans une optique de valorisation à long terme, ces éléments ont été retraités en trésorerie (dans le cas d'un remboursement à venir en janvier d'un trop-versé de commission de distribution) ou en dette dans le cas inverse, afin d'aboutir au calcul d'un BFR intégrant l'effet de la commission de distribution. Ce retraitement a pour effet d'accroître la trésorerie apparente dans les années les plus récentes par rapport aux données publiées au bilan.

¹⁶ Conventions utilisées sur les données présentées : les dettes incluent le solde entre passifs et actifs financiers et les provisions pour engagements vis-à-vis du personnel. Les provisions sont présentées nettes des impôts différés actifs. Les dettes financières nettes (trésorerie nette) sont présentées après prise en compte du remboursement ou solde de paiement de la convention de distribution intervenant en janvier.

La structure du bilan de SECP se caractérise par un faible poids des immobilisations, et une part prépondérante représentée par les actifs de contenus.

Actifs de contenus courants

Les groupes de télévision ont pour particularité d'inscrire à leur bilan les droits de diffusion (principalement droits sportifs et cinématographiques) qui sont un élément essentiel de leur activité¹⁷.

La plupart de ces droits sont de nature courante, considérés comme ayant la nature de stocks, et sont consommés en charges sur la période de diffusion (incluses dans le coût des programmes). D'une année sur l'autre, les postes d'actifs de contenus au bilan varient en fonction de l'activation des nouveaux droits (qui subissent l'inflation des droits déjà décrite) et de leur consommation de l'exercice en charges. Ces actifs de contenus courants représentent la majeure part du bilan de SECP.

Immobilisations et investissement

Le faible poids des immobilisations résulte de la structure mise en place en 2000. Les investissements techniques liés aux relations avec les abonnés (fourniture des décodeurs) sont en effet réalisés au niveau de Groupe Canal+, et non de SECP. Dès lors, tous les investissements qui ont pu être nécessaires pour suivre les évolutions techniques indispensables (montée en gamme des décodeurs en matière de connexion internet et connexion Wi-Fi, intégration de disque dur de stockage, télévision HD, fonctionnalités interactives, etc.) n'affectent pas le bilan de SECP, dont les immobilisations corporelles correspondent pour l'essentiel au matériel technique de production et diffusion.

Sont également inclus dans les immobilisations les actifs de contenus non courants, qui correspondent aux parts des coproductions audiovisuelles et similaires, passées également en charges en totalité lors de leur diffusion. Ils représentent des montants d'investissements de l'ordre de 40 à 50 M€ par an.

L'ensemble des investissements en immobilisations (corporelles, actifs de contenus non courants et autres immobilisations incorporelles -essentiellement des logiciels-) correspondent en moyenne à 3% du chiffre d'affaires sur les cinq dernières années, chiffre en hausse par rapport aux années 2000, traduisant la nécessité d'investir pour produire des contenus différenciants. Ces investissements sont toutefois inférieurs aux dotations aux amortissements et provisions sur les dernières années, avec notamment une baisse des immobilisations corporelles depuis 2010.

¹⁷ Les droits de diffusion de contenus et de programmes sont comptabilisés en engagements hors bilan à leur coût d'acquisition lorsque les programmes ne sont pas encore disponibles ou pas encore payés, et sont ensuite activés au bilan puis comptabilisés en coûts opérationnels dans le compte de résultat lors des diffusions. L'importance de la détention des droits de diffusion pour une chaîne de télévision comme Canal+ explique aussi les montants élevés d'engagements hors bilan qui atteignent 3.9 milliards € en fin d'année 2014 (dont près de 3 milliards pour les droits sportifs, y compris près de 2.6 milliards pour les droits de la Ligue 1 de football, correspondant au contrat qui court jusqu'en 2020).

Tableau 5
Evolution du niveau d'investissement de SECP depuis 2001

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Investissements en immobilisations en % CA	1.9%	1.9%	0.3%	0.3%	1.6%	2.1%	2.6%
Investissements nets des dotations % CA	-3.4%	0.3%	-0.8%	-0.8%	0.5%	0.6%	0.1%

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Investissements en immobilisations en % CA	2.6%	2.5%	3.1%	3.0%	3.0%	3.2%	2.6%
Investissements nets des dotations % CA	-0.1%	-0.2%	0.4%	-0.2%	-0.1%	-0.4%	-0.6%

BFR

Le besoin en fonds de roulement de SECP s'est fortement accru au cours des dernières années sous l'effet de la hausse du montant des actifs de contenus courants, et à l'inflation des droits sportifs. La part purement opérationnelle du BFR (BFR hors stocks d'actifs de contenu, soit les créances d'exploitation – dettes d'exploitation) est négative, ce qui explique l'existence d'une trésorerie nette positive.

Tableau 6
Evolution du BFR de SECP depuis 2001

	2001	2002	2003	2004 IFRS	2005	2006	2007
Chiffre d'affaires	1 530	1 520	1 477	1 449	1 512	1 612	1 740
Actifs de contenus courants	470	388	278	344	450	485	442
Créances d'exploitation et autres	190	149	129	192	221	258	252
Dettes d'exploitation et autres	347	314	325	498	673	728	715
BFR	313	201	80	40	(2)	(5)	(21)
en % CA	20%	13%	5%	3%	0%	0%	-1%
BFR hors stocks d'actifs de contenus	(157)	(165)	(196)	(304)	(452)	(470)	(463)
en % CA	-10%	-11%	-13%	-21%	-30%	-29%	-27%

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Chiffre d'affaires	1 813	1 775	1 787	1 846	1 878	1 882	1 830
Actifs de contenus courants	389	383	429	455	514	588	530
Créances d'exploitation et autres	214	195	191	219	195	205	205
Dettes d'exploitation et autres	580	571	587	625	603	645	625
BFR	(8)	7	33	50	107	148	170
en % CA	0%	0%	2%	3%	6%	8%	9%
BFR hors stocks d'actifs de contenus	(388)	(376)	(396)	(406)	(407)	(440)	(420)
en % CA	-20%	-21%	-22%	-22%	-22%	-23%	-23%

Trésorerie : des flux de trésorerie devenus insuffisants pour couvrir les distributions de dividendes

Dans un contexte de baisse de résultat net malgré le mécanisme garantissant un résultat opérationnel minimum (cf. Figure 9), et d'accroissement des besoins de financement des coûts des droits (même après correction de l'effet compensateur de la convention de distribution), les flux de trésorerie générés sont insuffisants pour couvrir les distributions de dividendes (cf. Figure 10).

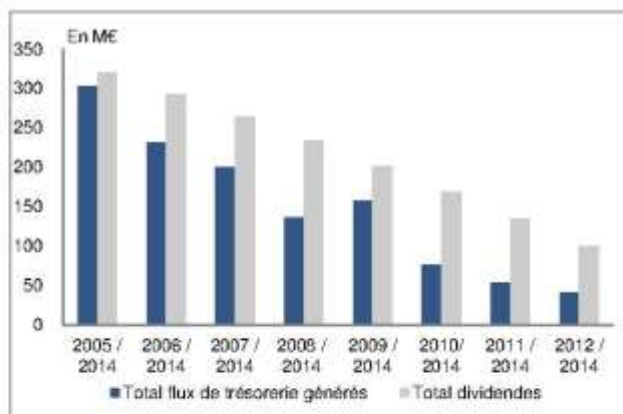
Dés lors, la trésorerie nette¹⁸ est en recul sensible sur les dernières années. D'un *gearing*¹⁹ de -100% fin 2007 (c'est-à-dire qu'à chaque euro de fonds propres correspondait 1 euro de trésorerie nette), SECP est passée à un

¹⁸ Même corrigée à la hausse comme dans nos calculs de la récupération des trop-versés en matière de commission de distribution

¹⁹ Le *gearing* étant le rapport entre la dette nette (ici la trésorerie nette) et les fonds propres

gearing de -50%, avec un recul de la trésorerie nette sur cette période de 100 M€. Ce mouvement de ciseau négatif de distribution de dividendes supérieure à la génération de flux de trésorerie d'une part explique la baisse du dividende au titre de 2013, et, d'autre part, conduit à s'interroger à plus long terme sur la poursuite de la politique de dividendes actuelle. Sauf à supposer un changement du profil financier de SECP et donc de son risque, la consommation de trésorerie constatée ces dernières années constitue un frein à une progression du dividende à un rythme équivalent à celui du résultat opérationnel minimum garanti.

Figure 10
Cumul des flux de trésorerie et des dividendes



III. Evaluation de SECP

A. Examen du cours de bourse

Depuis fin 2006²⁰, le cours de SECP a subi les principaux à-coups du marché actions : il a atteint son point haut fin février 2007 (à 9.15€ en clôture le 26 février 2007) et son point bas en-deçà de 4€ à la fin de l'année 2008, après l'écroulement des marchés actions à l'automne 2008 consécutif à la faillite de *Lehman Brothers*. Depuis mi-janvier 2008, le cours du titre s'est constamment établi sous le prix de l'offre de Vivendi (7.60€).

Comme l'ensemble du marché actions de la zone euro, le titre SECP est en fort rebond depuis l'été 2012, après les annonces de la BCE décidée à garantir la cohésion monétaire de la zone euro, puis, plus récemment à soutenir l'activité en zone euro.

²⁰ Cette période a été choisie pour englober un cycle boursier complet : fin du cycle haussier des années 2000, écroulement du marché actions en 2008, rebond à partir de mars 2009, crise des dettes en Europe en 2010 et 2011, et forte hausse depuis l'été 2012 grâce aux actions de la BCE. Un historique de SECP sur plus longue période (depuis fin 2000, post opération Vivendi / Seagram / Canal+) ferait apparaître le même point haut fin février 2007.

Figure 11
Evolution du cours moyen pondéré par les volumes de SECP depuis fin 2006



Au-delà de la stricte évolution du cours, l'analyse de la performance en bourse de SECP doit intégrer l'impact des dividendes que les actionnaires ont touchés (*total shareholder return*). La performance du titre SECP est présentée ci-dessous en comparaison avec celle de Vivendi, initiateur de l'offre et actionnaire principal indirect, et par rapport à son indice de référence, l'indice CAC Small²¹.

Figure 12
Performance SECP et Vivendi



Figure 13
Performance SECP et indice CAC Small



Base 100 à fin décembre 2006, toutes les performances sont dividendes inclus

Le titre SECP affiche post annonce de l'offre de Vivendi une performance cumulée depuis fin 2006 un peu supérieure (+53,4%) à celle de son actionnaire principal (+43,6%), et au-dessus de celle de l'indice CAC Small (+34,4%). Pour un investissement réalisé fin 2000 (après la mise en place en décembre 2000 de la structure

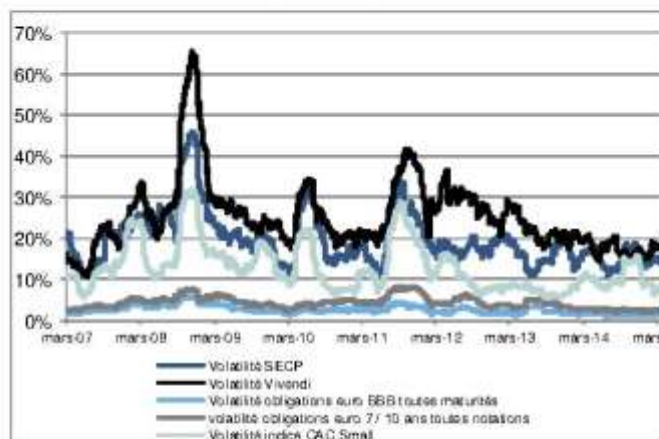
²¹ Nos calculs indiquent que le titre SECP se situait avant l'annonce de l'offre autour du 140^{ème} au 150^{ème} rang des valeurs françaises en appliquant des critères équivalents à ceux qui sont utilisés par Euronext pour l'établissement de ses indices (à savoir la capitalisation boursière flottante et les volumes échangés sur douze mois). Le titre se situe donc parmi les valeurs assez liquides au sein de l'indice CAC Small (qui couvre le spectre des sociétés classées après le 120^{ème} rang).

actuelle devenue SECP), l'actionnaire apportant ses titres à l'offre de Vivendi obtiendrait une rentabilité cumulée, dividendes inclus, de +278,0% (contre +151,1% pour l'indice CAC Small). Pour un investissement réalisé au point haut du cours de SECP (26 février 2007), la performance obtenue, en tenant compte des dividendes encaissés, serait de +25,1% contre +21,1% pour l'indice CAC Small. Depuis le rebond des marchés actions à partir de l'été 2012, et sur la base du prix d'offre, le titre a significativement surperformé l'indice CAC Small, toujours dividendes inclus (+97,7% au prix d'offre par rapport à fin juin 2012, contre +83,7% pour l'indice).

Analyse de la volatilité du titre

La volatilité d'une action est une mesure de l'incertitude sur la rentabilité du titre, calculée ici à partir de données de performances boursières passées. Le titre SECP a subi l'impact des grands mouvements sur le marché actions, avec des pics de volatilité lors de l'effondrement des marchés à l'automne 2008, lors de la première crise de la zone euro au printemps 2010 (1^{re} crise grecque) ou de la crise de la zone euro au printemps 2011. Les volatilités se sont ensuite réduites après la mise en place de politiques volontaristes de la BCE à partir de l'été 2012 et la remontée des indices actions qui a suivi. A début mai 2015, la volatilité du titre SECP était supérieure à celle de son indice de référence CAC Small²².

Figure 14
Volatilité annualisée des performances boursières de SECP, de Vivendi, de l'indice CAC Small et d'indices obligataires²³



La volatilité du titre SECP est nettement plus élevée que celles de placements obligataires²⁴ (Figure 14).

²² Ceci est un phénomène classique, les indices bénéficient d'effets de diversification, qui réduisent la volatilité.

²³ Volatilité annualisée, calculée sur la base des performances quotidiennes dividendes inclus, sur 60 jours

²⁴ Source : indices obligataires Markit Iboxx. Les indices BBB couvrent toutes les notations (BBB+ / BBB / BBB-) et agrègent des titres de maturité différente. La notation BBB correspond à celle du titre Vivendi (noté par S&P BBB perspective positive).

Analyse de la prime sur le cours extériorisée par le prix d'offre

La Figure 15 se concentre sur la période courant depuis le début de l'année 2014.

Figure 15
Evolution du cours moyen pondéré par les volumes et des volumes échangés depuis 2014



Le titre SECP est coté quotidiennement et présente une liquidité correcte. A fin avril 2015, dernier mois non impacté par l'annonce de l'offre publique sur le titre, la liquidité de SECP était plus élevée²⁵ que celle de NextRadio TV ou de NRJ, sociétés incluses dans l'échantillon des valeurs médias françaises suivies par Associés en Finance (Tableau 7).

Les montants absorbables correspondent au montant de capitaux qui peuvent être échangés quotidiennement sans faire décaler le cours de plus de 1%. Pour SECP, les montants absorbables quotidiennement représentent 0,1% de son flottant, un niveau équivalent à celui de M6 ou d'Ipsos par exemple (Publicis, qui appartient à l'indice CAC 40, affiche un ratio des montants absorbables rapporté à son flottant de 0,2%).

²⁵ Dans la méthode utilisée par Associés en Finance, décrite en annexe, deux éléments concourent au calcul du coefficient d'illiquidité : la taille du flottant et les montants absorbables. Plus le coefficient d'illiquidité est faible, plus la société est liquide. Les calculs présentés ci-dessus sont conformes à la méthodologie habituelle de calcul de la liquidité dans le modèle Trival d'Associés en Finance. Les calculs de transactions et volumes absorbables sont menés sur une période de 45 jours civils.

Le coefficient d'illiquidité de SECP calculé selon la méthodologie Trival s'élevait à 1,27 à fin avril²⁶. Les coefficients d'illiquidité dans Trival s'élevaient à cette date entre 0,58 (pour Apple) et 2,15 pour Roularta.

Tableau 7
Détail du coefficient d'illiquidité des sociétés médias françaises suivies dans Trival à fin avril 2015

Pays	Société	Transactions quotidiennes (MC)	Montants absorbables (MC)	Flottant (Rang valeurs françaises)	Montants absorbables en % du flottant (MC)	Coefficient illiquidité Trival
FR	Vivendi	166.3	116.5	15	26 642	0.75
FR	Publicis	64.5	35.5	26	14 363	0.80
FR	Lagardère	13.3	6.0	64	2 754	0.98
FR	JC Decaux	6.7	3.9	71	2 258	0.99
FR	TF1	9.8	4.4	79	1 638	1.01
FR	Havas	15.2	3.0	89	1 064	1.07
FR	Criteo	17.2	5.3	102	745	1.09
FR	M6	3.0	1.5	91	1 024	1.10
FR	ipso	2.1	1.0	99	828	1.14
FR	Solocal	5.0	1.4	111	370	1.23
FR	SECP	0.6	0.4	106	406	1.27
FR	NextRadioTV	0.6	0.3	125	206	1.40
FR	NRJ Group	0.3	0.2	134	126	1.52

Les cours de l'action avant l'annonce de l'OPA initiée par Vivendi étaient donc représentatifs car résultant d'un titre dont la liquidité était correcte.

Depuis l'annonce de l'offre de Vivendi, le cours de l'action SECP évolue légèrement au-dessus du prix d'offre, dans une fourchette moyenne entre 7,63 et 7,67 €.

Le prix d'offre de 7,60 € extériorise une prime comprise entre 19,1% et 24,9% par rapport aux cours cotés avant l'annonce.

Tableau 8
Prime par rapport aux cours cotés avant l'offre

	Cours	Prime
Cours de clôture 12/05/15	6.38	19.1%
Cours moyen pondéré		
1 mois au 12/05/15	6.26	21.5%
2 mois au 12/05/15	6.27	21.2%
3 mois au 12/05/15	6.31	20.5%
1 an au 12/05/15	6.08	24.9%

²⁶ Il atteint des niveaux beaucoup plus élevés (traduisant une illiquidité beaucoup plus forte), entre 1,80 et 2,15 pour des titres comme Bastide Le Confort, Groupe Open, Alès Groupe, Lanson BCC ou Groupe Flo).

B. Les méthodes écartées

1. Méthode de l'Actif net comptable

L'évaluation par la valeur comptable des capitaux propres est une méthode patrimoniale basée sur une logique de coûts historiques et ne rend que partiellement compte du potentiel d'évolution future de l'entreprise. A titre indicatif, l'Actif net comptable de SECP à fin 2014 s'établit à 2,45 € par action.

2. Méthode de l'Actif net réévalué

La méthode de l'Actif net réévalué permet de calculer une valeur théorique des capitaux propres en procédant à une revalorisation des actifs et passifs en valeur de marché. Cette méthode est particulièrement pertinente pour des sociétés holdings, ce qui n'est évidemment pas le cas de SECP. La revalorisation des actifs est dans le cas présent captée par l'application des méthodes de valorisation par les flux futurs actualisés, utilisées par ailleurs.

3. Valorisation par les dividendes

L'approche par l'actualisation des seuls dividendes est pertinente s'agissant d'une valeur traditionnellement considérée comme une valeur de rendement. Toutefois, nous lui préférons une méthode d'actualisation de flux de trésorerie disponibles pour les actionnaires sous contrainte d'endettement maximal (ou trésorerie nette minimale), décrite pages 30 et suivantes (*DCF to equity*).

Une telle méthode présente l'avantage d'aborder la thématique de la réelle capacité distributive d'une société (c'est-à-dire les flux de trésorerie nets disponibles après financement des investissements).

4. Suivi de la société par les analystes financiers et objectifs de cours

Les objectifs de cours des analystes financiers ne représentent pas en tant que tels des méthodes d'évaluation, mais davantage des opinions. SECP n'est suivi que par un seul analyste, celui d'Oddo. Celui-ci retient un objectif de cours de 8€ pour SECP depuis novembre 2013 et n'a pas révisé celui-ci post annonce de l'offre de Vivendi. Cet objectif de cours de 8€ correspond à la valeur moyenne obtenue par les méthodes d'actualisation des cash-flows (9,3€) et d'actualisation de dividendes (8,4€), impactée d'une décote d'illiquidité de 10%. Il correspond à un taux d'actualisation de 6% (soit le taux de l'OAT à 10 ans auquel sont ajoutés le niveau du CDS 10 ans sur Vivendi et une prime d'illiquidité de 3,5%).

C. Les méthodes retenues

Associés en Finance présente les résultats des méthodes suivantes de valorisation :

- valorisation intrinsèque par méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles sur la base des prévisions sur le long terme (2050 ici) selon les méthodes utilisées habituellement par Associés en Finance dans son modèle de valorisation Trival (cette méthode a été déclinée selon deux axes : *DCF to firm* et *DCF to equity*, cf. ci-dessous) ;
- valorisation alternative par méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles en considérant l'éventuelle atteinte de la borne haute du résultat opérationnel comme décrit précédemment ;
- méthode analogique des multiples, à titre d'information ;
- méthode des transactions, à titre d'information ;
- Enfin, Associés en Finance si le groupe Canal+ ou Vivendi étaient intervenus sur le titre SECP au cours des douze derniers mois.

1. Méthodologie de valorisation intrinsèque par actualisation des flux prévisionnels : *DCF to firm* et *DCF to equity*

En tenant compte des éléments financiers constatés sur les dernières années, des éléments de contexte économique et concurrentiel, du budget 2015 de SECP, et des échanges menés avec son management, SECP a été modélisée selon les principes utilisés de manière indépendante par Associés en Finance pour la mise en œuvre de son modèle de valorisation Trival, qui couvre plus de 500 sociétés cotées.

Le modèle Trival est utilisé selon deux modes opératoires, à partir des mêmes prévisions élaborées par l'équipe interne d'analystes financiers d'Associés en Finance : un modèle de valorisation « *DCF to equity* », qui prend en compte des prévisions de flux disponibles pour les actionnaires après intégration de contraintes d'endettement ou de trésorerie nette minimale, qui aboutit à la détermination de la valeur des fonds propres, et un modèle de valorisation « *DCF to firm* » qui intègre les mêmes flux prévisionnels, avant prise en compte des éléments financiers, et qui aboutit à la détermination d'une valeur d'entreprise, puis d'une valeur des fonds propres après déduction de la dette nette et autres éléments correctifs.

Ces deux modèles de valorisation, *DCF to equity* et *DCF to firm*, sont liés à l'autre par l'utilisation des mêmes flux prévisionnels et des mêmes méthodologies d'estimation des risques opérationnels. Ils ne divergent l'un de l'autre que par l'exploitation des données qui en est faite. Les primes de marché qui résultent de ces calculs sont diffusées par Associés en Finance auprès de ses clients indépendamment et préalablement à la présente mission d'expertise.

2. Paramètres utilisés pour la valorisation de SECP

a. Les données prévisionnelles

Compte tenu de la clause de résultat opérationnel minimum garanti, SECP n'élabore pas de plan d'affaires à long terme, mais un simple budget sur l'année en cours, portant sur l'évolution du chiffre d'affaires et des coûts. Nous

avons eu connaissance du budget 2015 initial et de sa version révisée actuelle qui tient compte des dernières tendances d'évolution du chiffre d'affaires.

Pour 2015, ce budget révisé prévoit que le résultat opérationnel se situe à la fourchette basse prévue par la Convention de Distribution.

En l'absence de plan d'affaires de la société, nos travaux ont consisté à :

- Elaborer des prévisions à plus long terme conformément à la méthode de modélisation retenue dans le modèle Trival, utilisé de manière cohérente pour l'estimation du risque et donc du taux d'actualisation, en se référant notamment aux données disponibles sur Sky ;
- Elaborer des prévisions sur les principaux postes opérationnels de SECP (chiffre d'affaires, postes de charges avant impact de la commission de distribution, même si ceux-ci n'ont pas d'impact sur le résultat opérationnel après commission de distribution tant que celui-ci se maintient à la fourchette basse prévue) en liaison avec l'environnement économique et concurrentiel :
 - Compte tenu de l'environnement d'ores et déjà connu sur l'évolution des droits du football, la modélisation retient sur les cinq prochaines années la poursuite de la hausse des postes de charges et un profil de remontée de la croissance du CA à partir de 2016 et s'accélération ensuite, sous l'effet du redressement attendu de la croissance économique ;
 - Les prévisions entre 2020 et 2034 supposent d'une part un certain assainissement du marché des droits sportifs²⁷, de sorte que les postes de charges reviennent progressivement, en pourcentage du chiffre d'affaires, à leur moyenne depuis 2006. Les prévisions supposent d'autre part que partant d'un point haut en 2020, la croissance du CA se réduise progressivement jusqu'en 2050, en conformité avec les principes de modélisation retenus dans le modèle Trival ;
- Intégrer l'effet de la convention de distribution sur le résultat opérationnel qui compense les variations de charges opérationnelles mentionnées au point précédent ; la modélisation centrale est menée sur l'hypothèse d'un résultat opérationnel à son niveau minimum garanti. Une modélisation alternative est présentée sur la base de la fourchette haute prévue dans la Convention de Distribution ;
- Modéliser la variation du résultat net en tenant compte de l'évolution du résultat financier et du taux d'impôt : celui-ci est retenu, conformément aux dispositions fiscales en vigueur, à 38,1% pour les exercices 2015 et 2016, et à 34,4% ensuite. Le résultat financier tient compte de la trésorerie modélisée et d'un taux de rémunération indexé sur l'Euribor 1 mois, conformément à la convention de trésorerie au sein du groupe Vivendi. L'Euribor 1 mois repose sur la courbe des taux swaps.
- Appréhender la capacité de génération de flux de trésorerie au regard de l'évolution du résultat opérationnel mais aussi de l'évolution des autres postes du compte de résultat et de la prise en compte

²⁷ Sous l'hypothèse que l'inflation des droits sportifs trouvera sa limite dans la capacité financière des acteurs dans le secteur, et que les récents scandales de la FIFA pourraient avoir un effet modérateur sur l'ensemble du système.

des investissements et du BFR (corrigé comme indiqué précédemment du décalage de trésorerie induit par les ajustements de commission de distribution post clôture de l'exercice) :

- La modélisation retenue repose sur l'hypothèse que les flux d'investissement et de BFR resteront impactés dans les prochaines années par les tendances notées depuis cinq ans, à savoir la hausse des capitaux employés nécessaires à l'exploitation en raison de la concurrence accrue et des besoins de trésorerie liés à court terme à la hausse des droits sportifs. S'ajoute le fait que des investissements de modernisation techniques sont prévus par la société²⁸. Au-delà des cinq premières années, le total des investissements nets (Investissements – amortissements + investissements en BFR corrigé) décroît, de sorte que ces investissements nets sont égaux en moyenne à 0,5% du CA, soit leur niveau moyen depuis dix ans.
- En cohérence avec les principes de modélisation utilisés dans Trival, la valeur terminale est égale à la valeur résiduelle des fonds propres non distribués en 2050 (modèle de flux de trésorerie disponibles aux actionnaires, *DCF to equity*) ou à la valeur résiduelle des capitaux permanents en 2050 (modèle DCF d'actualisation des cash-flows générés). Bien entendu, plus la société distribue de dividendes d'ici 2050, plus la valeur des fonds propres résiduels diminue.
- Levier cible dans le modèle *DCF to equity* : une contrainte de levier d'endettement cible est prise en compte dans le modèle *DCF to equity* (modèle Trival, cf. annexe). En effet, la typologie du bilan (actifs corporels, actifs incorporels, BFR), l'intensité capitalistique, la typologie des activités et leur cyclicité sont caractéristiques d'une activité et s'accompagnent d'une structure financière normative. Ainsi, une société comme SECP qui ne porte quasiment pas d'actifs corporels et qui a un BFR opérationnel (créances d'exploitation – dettes d'exploitation) négatif ne peut pas porter de dettes. C'est d'ailleurs la situation qui prévaut depuis 2003, avec une trésorerie nette²⁹ positive qui a oscillé entre 42% et 100% des fonds propres. La modélisation dans le modèle *DCF to equity* retient de ce fait le maintien d'un levier d'endettement négatif à terme (c'est-à-dire le maintien d'une trésorerie nette positive), sur la base d'un levier d'endettement cible de -10%. Celui-ci est pris en compte à partir de l'année 2021 : sur une première période courant entre 2015 et 2020, les flux de trésorerie pour les actionnaires sont calculés en supposant un taux de distribution égal à celui de 2014, soit 80%. A partir de 2021, les flux de trésorerie pour les actionnaires sont déterminés à partir des flux d'exploitation générés et sous contrainte du levier cible. Le taux de distribution varie donc d'une année sur l'autre³⁰.

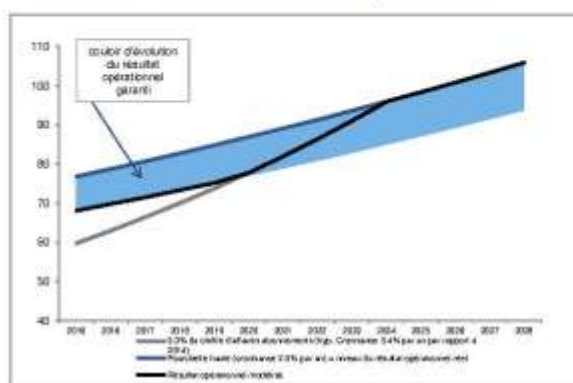
²⁸ Ceux-ci sont cohérents avec la remarque formulée dans l'analyse du bilan et des investissements, soulignant que les investissements corporels sont apparus en-deçà des amortissements sur les dernières années.

²⁹ Retraite du solde de la commission de distribution à payer ou à recevoir

³⁰ Afin de ne pas entraîner trop de volatilité d'une année sur l'autre du taux de distribution, une marge de flexibilité est laissée par rapport au levier cible : par exemple si l'application du levier cible de -10% conduisait à une forte variation du taux de distribution, le modèle utilisé tolère que le levier constaté post flux actionnaires puisse aller ponctuellement jusqu'à -5%.

Simulation alternative : le scénario décrit ci-dessus suppose que le résultat opérationnel continue d'évoluer dans la borne basse garantie par la Convention de Distribution, et croisse donc de 2,5% par an. Même si elle est peu probable au regard de l'évolution des conditions opérationnelles de SECP, nous présentons également les résultats d'une modélisation alternative qui suppose que le résultat opérationnel puisse atteindre la fourchette haute prévue dans la Convention de Distribution. Compte tenu des conditions de cette Convention (résultat opérationnel garanti à 3,3% du chiffre d'affaires abonnements, dans la limite des bornes hautes et basses prévues chaque année), pour que le résultat opérationnel atteigne la fourchette haute, il faut supposer que le chiffre d'affaires abonnements soit au minimum égal à la fourchette haute divisée par 3,3%. A court terme, ce scénario n'est pas atteignable³¹. Le scénario retenu suppose que la croissance nécessaire du chiffre d'affaires abonnement soit étalée sur les dix prochaines années, soit une croissance moyenne de 5,4% du chiffre d'affaires abonnements par rapport à 2014 (la croissance moyenne entre 2001 et 2012, avant même l'arrivée de Belnsport, s'est établie à 1,4%). Il est supposé croître ensuite de 2,5% par an, afin que le résultat opérationnel puisse rester à la fourchette haute prévue dans la Convention de Distribution. Le profil du résultat opérationnel modélisé dans ce scénario alternatif est indiqué en Figure 16.

Figure 16
Scénario d'atteinte de la borne haute à partir de 2025



b. Les facteurs de risque sur la valorisation

Convention de Distribution et modèle de développement au-delà de 2050 :

Le projet de note d'information publié par Vivendi sur son offre sur SECP mentionne en son paragraphe 1.2.5 : « l'initiateur se réserve la possibilité d'étudier une éventuelle adaptation de la convention de distribution en vigueur entre Groupe Canal+ et SECP à l'évolution des paramètres économiques qui avaient présidé à la conclusion de cette convention en 2000 ».

³¹ Pour que le résultat opérationnel 2016 s'établisse à la fourchette haute, il faudrait supposer que le chiffre d'affaires abonnements soit supérieur de plus de 40% à celui de 2014.

Il n'est pas prévu dans la convention de distribution des conditions spécifiques qui pourraient conduire au déclenchement d'une résiliation anticipée ou d'une modification des conditions d'exécution de la convention de distribution avant l'horizon de 2050. Dès lors, une telle résiliation ou une modification interviendrait par exception par rapport au fonctionnement courant de la Convention. Selon notre compréhension de la situation juridique, une telle résiliation ou modification supposerait :

- Soit une procédure litigieuse qui conduirait aux termes de la Convention de Distribution, à défaut de résolution amiable, à une procédure d'arbitrage impliquant la nomination par chaque partie d'un arbitre et la désignation d'un troisième arbitre agissant en qualité du président du tribunal arbitral ;
- Soit un accord entre les deux parties signataires de la convention (SECP et Groupe Canal+). La modification de la Convention de Distribution resterait encadrée par le formalisme des conventions dites réglementées (passées entre des parties liées au sein d'une société, typiquement une convention passée entre une société et son actionnaire majoritaire). Ceci suppose une approbation par le conseil d'administration, la partie intéressée qui serait administrateur ne pouvant prendre part au vote. Ensuite l'assemblée générale des actionnaires statue sur les conventions réglementées, la partie intéressée ne pouvant pas non plus prendre part aux votes. Les actionnaires minoritaires auraient donc la possibilité de se prononcer sur les modifications proposées.

La modification de la Convention de Distribution serait soumise à l'agrément du CSA, et pourrait donc menacer l'autorisation d'émettre, ou à tout le moins compliquer significativement les modalités des négociations régulières avec le CSA. Dans la situation actuelle du marché audiovisuel français, cette autorisation d'émettre est indispensable à la poursuite de l'activité de la chaîne Canal+. Pour ces raisons, même si une modification de la Convention de Distribution n'est pas à exclure³², les scénarios de valorisation retenus supposent la menée à son terme de la Convention de Distribution, soit jusqu'en 2050, scénarios plus favorables pour l'actionnaire minoritaire de SECP.

En revanche, se pose la question des conditions de la poursuite de la Convention de Distribution **au-delà de 2050**, et plus largement la question de la perspective d'un renouvellement de la Convention de Distribution après cet horizon.

La modification du contexte opérationnel de SECP par rapport à la mise en place de la Convention fin 2000 (cf. *Fondamentaux de l'environnement opérationnel de SECP*, page 12), la dégradation de la rentabilité de SECP avant impact du mécanisme de compensation actuel et son effet miroir qui est la baisse de la commission de distribution versée à Canal+ Distribution (et désormais Groupe Canal+), les évolutions technologiques³³ et les évolutions des modes de consommation des médias, constituent autant de facteurs de risque sur l'horizon 2050 qui rendent peu probable la poursuite de la Convention de Distribution dans ses conditions actuelles. Il convient d'ajouter qu'en cas de résiliation de la Convention de Distribution, contractuellement possible en 2050, la

³² Cf. les facteurs de « risques et incertitudes » page 13 du rapport annuel 2014 de SECP

³³ Notamment, y aura-t-il encore en 2050 un intérêt à disposer d'une autorisation d'émettre en fréquence hertzienne ?

poursuite de l'activité de SECP supposerait le rachat de la jouissance de la base d'abonnés et du droit d'exploiter la marque Canal+³⁴. Dans ce cas, la valeur de SECP en 2050 pourrait être nettement inférieure à la valeur qui ressort de la modélisation Trival (valeur des fonds propres en 2050 ou valeur des capitaux permanents selon le modèle utilisé).

En définitive, si le résultat opérationnel bénéficie du mécanisme de la convention de distribution qui en garantit un niveau minimum jusqu'en 2050, des facteurs de risque subsistent :

- sur le résultat net, comme l'ont montré les dernières années (baisse de la trésorerie, baisse du résultat financier et hausse du taux d'impôt),
- sur la génération de *cash-flows* d'ici 2050 et donc la capacité distributive,
- sur la Convention de Distribution au-delà de 2050, dont la poursuite dans ses conditions actuelles est sujette à interrogation.

L'actionnaire minoritaire de SECP ne peut de ce fait pas compter sur une progression indexée de son dividende au même rythme que celle du résultat opérationnel minimum garanti, et la valeur de son investissement en 2050 est incertaine.

Nous synthétisons ces différents éléments dans la matrice de forces / faiblesses ci-dessous, avec une catégorisation de l'impact des faiblesses ou menaces sur les différents éléments de SECP.

³⁴ Rappelons qu'au terme des apports d'actifs de fin 2000, SECP est seulement propriétaire de sa base d'abonnés, et ***n'en a pas la jouissance*** (en-dehors du contexte régi par la Convention de Distribution) et ***n'est pas propriétaire de la marque Canal+***.

Tableau 9
Analyse SWOT de SECP

Forces		Faiblesses				
		Impact théorique avant 2050				Après 2050
		Sur le CA	Sur le Résultat opérationnel avant impact de la convention de distribution	Après impact de la Convention de distribution	Sur la capacité distributive	
- Mécanisme de la commission de distribution et garantie d'un résultat opérationnel minimum jusqu'en 2050 - Leader sur le marché français de la télévision payante - Importante base d'abonnés et ancienneté - Récurrence du chiffre d'affaires - Faible dépendance aux revenus publicitaires - Contenus "Premium" - Position "incontournable" sur le marché français audiovisuel - Partenariats avec les majors américaines - Présence sur toutes les plateformes de diffusion	Conjoncture économique	x	x		x (résultat français)	x
	Sensibilité au prix de l'abonnement (et TVA)	x	x			x
	Renchérissement du coût des contenus / nécessité d'investir		x		x (effets négatifs)	x
	Dépendance vis-à-vis de tiers (FAI, réseaux ADSL/Fibre, TDF, Groupe Vivendi, etc.)		x			x
	Maturité du marché français et absence de possibilités de développement hors du marché français du fait du positionnement de SECP au sein de Groupe Canal+	x	x			x
	Absence de diffusion de la marque Canal+					x
	Séparation juridique entre la propriété des abonnés (SECP) et la jouissance de la base d'abonnés (Groupe Canal+) (compensée jusqu'en 2050 par la convention de distribution)					x
	Contraintes de coûts liées à la réglementation		x			x
	Sensibilité franco-française à la politique fiscale				x	x
Opportunités		Menaces				
- Evolution et élargissement des offres du marché (options de services ou de contenus) - Fragilité du business model des nouveaux entrants ?	Limitation du développement liée à la régulation (autorité de régulation et de la concurrence)	x	x			x
	Perte de contenus	x	x			x
	Nouveaux entrants (beIN Sport, Netflix, acteurs Internet, FAI, TNT Dailymotion, Télévision par internet, d'ores et déjà avec des contraintes réglementaires moins fortes, risque de perte d'abonnés et/ou inflation des coûts)	x	x			x
	Positionnement d'une offre Premium face à une fragmentation accélérée de l'offre de médias, développement d'offres alternatives OTT	x	x			x
	Partage des contenus	x	x			x
	Réglementation sur la protection des consommateurs	x	x			x
	Éventuelle ouverture à l'échelle européenne du marché des droits et concurrence d'acteurs globaux (Sky, Eurosport, seors, Telefonica...) ; élection de contenus clés	x	x			x
	Incertitudes sur le devenir de la convention de Distribution post 2050	x	x			x

NB : jusqu'en 2050, les impacts négatifs pouvant affecter le résultat opérationnel sont neutralisés par l'effet de la Convention de Distribution, expliquant la colonne vierge « après impact de la Convention de distribution ».

Ces éléments sont intégrés par le biais du risque estimé attaché aux flux prévisionnels modélisés.

c. Détermination du nombre d'actions

Le nombre d'actions existantes à la date de la note d'information s'élève à 126 690 768 actions dont sont déduites 50 863 actions d'autocontrôle.

La société n'a émis aucun instrument financier, négociable ou non, donnant droit immédiatement ou à terme à des actions de SECP.

e. Ajustements pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

Certaines parmi les méthodes de valorisation décrites ci-après (méthode de valorisation intrinsèque *DCF to firm* ou méthode des multiples) déterminent dans un premier temps une valeur d'entreprise dont sont ensuite déduits la dette (ou à l'inverse à laquelle est ajoutée la trésorerie nette positive) et d'autres ajustements pour aboutir à la valeur des fonds propres. Les méthodes habituellement utilisées par les évaluateurs consistent à examiner la situation de la trésorerie et des provisions au bilan et à intégrer ces provisions avec discernement dans la valorisation lorsqu'elles peuvent être considérées comme des engagements et donc comme des équivalents de dettes. Dans cet esprit, et sur la base des comptes à fin 2014, Associés en Finance a pris en compte les éléments suivants pour passer de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de SECP :

- Les provisions pour avantages au personnel ont été intégrées directement dans le montant des dettes, conformément à la méthodologie utilisée habituellement par Associés en Finance dans son modèle Trival ; il en est de même des autres actifs et passifs financiers ;
- Les provisions pour contrat onéreux³⁵ ;
- Les provisions pour risques (provisions sur programmes³⁶ et provisions pour litiges) ont été retenues pour un montant inférieur aux chiffres de fin d'année 2014, compte tenu des évolutions connues depuis lors ;
- Ces provisions pour contrat onéreux et provisions pour risques ont été déduites de la valeur d'entreprise après prise en compte de la fiscalité ;
- Il n'existe pas d'intérêts minoritaires significatifs ;
- La trésorerie nette retenue intègre l'ajustement de BFR déjà mentionné pour tenir compte d'un remboursement de commission de distribution en janvier. La trésorerie nette retenue intègre également la saisonnalité du BFR. Les données constatées sur les dernières années aboutissent à retenir un ajustement positif sur la trésorerie en supplément de l'ajustement lié à la commission de distribution.

Au final, l'ensemble des ajustements pris en compte pour le passage de la valeur d'entreprise de SECP à la valeur de ses fonds propres s'élève à +154 M€ au 31 décembre 2014. Au-delà des effets de saisonnalité, la génération de *cash-flows* sur l'année en cours est directement prise en compte dans les flux prévisionnels.

³⁵ Les provisions pour contrat onéreux correspondent aux engagements pris en 2010 par SECP auprès des professionnels du cinéma de verser des aides aux distributeurs indépendants et aux exploitants de petites et moyennes salles. Les engagements couraient entre 2010 et 2015, avec un solde résiduel en 2015.

³⁶ Les provisions sur programmes correspondent aux droits de diffusion de programmes non encore échus mais jugés non diffusables.

3. Mise en œuvre de l'actualisation des flux prévisionnels : *DCF to firm* et *DCF to equity*

a. Taux d'actualisation des flux prévisionnels

Malgré l'indexation certaine du résultat opérationnel de 2,5% par an jusqu'en 2050 au regard des dispositions prévues par la Convention de Distribution, les flux que peuvent espérer percevoir les actionnaires en rémunération de leur investissement ne sont pas connus d'avance. Ni le résultat net ni les dividendes ne sont garantis, dans un contexte de capacité distributive en recul sur les dernières années (cf. Figure 10). De plus, il existe un risque significatif déjà souligné sur l'évolution de la Convention de Distribution après 2050 et donc une forte incertitude sur la valeur de SECP en 2050. Dès lors, la situation d'un détenteur de titres SECP ne peut être assimilée à celle d'un créancier obligataire. L'investisseur en titres SECP demeure dans la situation d'un actionnaire dont l'ensemble des flux qu'il peut espérer sur son investissement sont incertains. Ces flux prévisionnels doivent être actualisés à un taux cohérent avec un investissement en actions. En revanche, l'existence d'un résultat opérationnel minimum garanti justifie d'utiliser un niveau de risque de SECP sensiblement inférieur à la moyenne des sociétés cotées.

Dans le modèle *DCF to equity* d'Associés en Finance (ou encore « modèle Trival », cf. annexe), le risque est mesuré par la prise en compte de trois éléments :

- Le risque de prévision, notation établie à partir d'une analyse des forces et faiblesses, comme celle présentée plus haut sur SECP, sur une échelle de risque croissant de 1 à 9. Compte tenu des éléments présentés précédemment et de l'incertitude sur la valeur terminale, le risque de prévision est retenu à 3 ;
- Le risque financier, sur une échelle de risque croissant de 1 à 5 : il est retenu au niveau minimum de 1, compte tenu de la trésorerie nette de SECP³⁷ ;
- Le risque sectoriel « Médias » (bêta de l'indice Eurostoxx Médias par rapport à l'indice Eurostoxx Large), à 0,81.

La combinaison de ces trois éléments de risque aboutit à une note de risque relatif de 0,61. L'échelle des notes de risque relatif dans le modèle Trival s'étage actuellement entre 0,5 et 1,8, pour une moyenne des risques relatifs de 1,0.

Le calcul du coût des fonds propres dans le modèle Trival est également fonction de la taille de la société en bourse : le coefficient d'illiquidité de SECP en bourse³⁸ est de 1,25 au 17 juin 2015, sur la base du prix d'offre.

³⁷ Le risque attaché aux flux actionnaires est directement lié au niveau retenu d'endettement (trésorerie) cible. Un desserrement de la contrainte (et notamment si un endettement net positif était pris en compte) conduirait à augmenter le risque financier des flux.

³⁸ Cf. note 25

Paramètres de marché

Les paramètres de marché du modèle Trival permettent d'aboutir au coût des fonds propres après impôt. Ils s'établissent en moyenne sur les trois derniers mois (arrêtés au 17 juin 2015) aux niveaux suivants :

- Prime de risque au sein du marché actions : 5,41% ;
- Prime d'illiquidité au sein du marché actions : 2,14% ;
- Ordonnée à l'origine : -0,83%

Coût des fonds propres après impôt

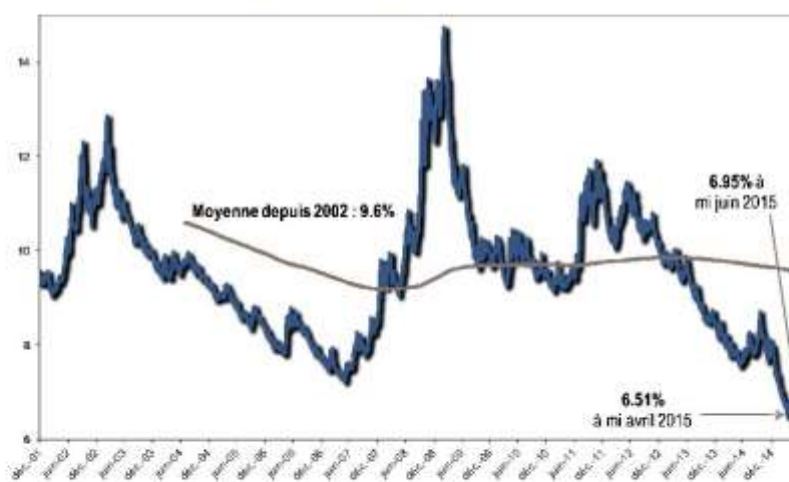
Après application des coefficients propres au titre SECP aux paramètres de marché ci-dessus indiqués, le taux d'actualisation se décompose en :

- une prime de risque spécifique de $5,41\% \times 0,61$ soit 3,30% ;
- une prime de taille spécifique de $2,14\% \times 1,25$ soit 2,67% ;
- une ordonnée à l'origine de -0,83%.

Calculé sur la base des primes moyennes constatées sur les trois derniers mois, le taux des fonds propres obtenu par SECP s'établit à 5,14%.

Le coût des fonds propres utilisé s'entend dans une situation particulière des marchés, où les taux d'actualisation n'ont jamais été aussi bas, dans un contexte d'abondance de liquidités liée aux actions volontaristes de la BCE (Figure 17).

Figure 17
Evolution de l'exigence de rentabilité du marché actions depuis 2002³⁹



³⁹ Source : modèle Trival

Les taux obligataires connaissent toutefois une remontée sensible depuis fin avril, et singulièrement depuis le début du mois de juin avec les craintes exacerbées sur la Grèce, qui ont commencé à impacter la valorisation des marchés actions (cf. ci-dessus la remontée en fin de période des taux d'actualisation). La valorisation menée sur SECP basée sur des primes moyennes sur trois mois bénéficie encore de taux d'actualisation à leur plus bas.

Coût moyen pondéré des capitaux

Pour une société en situation de trésorerie nette positive comme SECP, le coût moyen pondéré des capitaux est équivalent au coût des fonds propres, soit 5,14%⁴⁰.

b. Résultat de la valorisation intrinsèque de SECP des flux de trésorerie sur la base des prévisions à long terme élaborées par Associés en Finance

Les hypothèses retenues pour le calcul des flux disponibles ont été détaillées pages 30 et suivantes.

Les flux prévisionnels ainsi déterminés ont ensuite été actualisés aux taux indiqués ci-dessus. Nos travaux aboutissent aux résultats présentés dans le Tableau 10.

Tableau 10
Valorisation intrinsèque de SECP

Valorisation de SECP	Valorisation par action (en €)
Modèle <i>DCF to firm</i>	7.92 €
Modèle <i>DCF to equity</i>	7.41 €
Moyenne	7.67 €

Sensibilité de la valorisation de SECP par la méthode de valorisation intrinsèque des flux de trésorerie

Le Tableau 11 synthétise la valeur de SECP obtenue en fonction du taux d'actualisation utilisé. La fourchette de sensibilité au taux d'actualisation correspond à la prise en compte des données de marché *spot* au 17 juin 2014, aux primes de marché les plus élevées constatées depuis la mise en œuvre du *quantitative easing* de la BCE fin janvier 2015, et enfin aux primes de marché les plus basses sur la même période.

⁴⁰ Pour comparaison, le coût moyen pondéré des capitaux utilisé à fin décembre 2014 par le groupe Vivendi dans ses tests de dépréciation d'actifs est sensiblement supérieur, à 8.04% (sur le périmètre toutefois plus large de la TV payante France, qui ne bénéficie pas de l'impact de la Convention de Distribution).

Tableau 11
Sensibilité au taux d'actualisation de la valorisation de SECP

Valorisation de SECP	Hypothèse centrale	Taux spot au 17 juin (5.25% pour SECP)	Taux minimum depuis fin janvier (5.00% pour SECP)	Taux maximum depuis fin janvier (5.50% pour SECP)
Modèle DCF to firm	7.92 €	7.79 €	8.10 €	7.50 €
Modèle DCF to equity	7.41 €	7.27 €	7.80 €	6.97 €
Moyenne	7.67 €	7.53 €	7.85 €	7.24 €

En définitive, la valorisation de SECP basée sur le plan d'affaires élaboré par Associés en Finance s'établit en valeur centrale entre 7,41 € et 7,92 € par action, soit en moyenne 7,67 €, et dans une fourchette de 6,97 € à 8,10 € en faisant varier le taux d'actualisation. ⁴¹

c. Valorisation sur la base du scénario alternatif d'atteinte de la borne haute de la fourchette du résultat opérationnel

Comme indiqué précédemment pages 30 et suivantes, le scénario alternatif suppose que le résultat opérationnel puisse atteindre la fourchette haute prévue dans la Convention de Distribution à partir de 2025 et s'y maintienne ultérieurement, sur un rythme de croissance de 2,5% par an. Compte tenu de la croissance modeste enregistrée depuis 2001 et de l'arrivée du concurrent BelnSport depuis 2012, les prévisions particulièrement volontaristes qu'implique ce scénario alternatif⁴² restent très hypothétiques, ce qui suppose un taux d'actualisation plus élevé que dans le scénario central. Ce taux d'actualisation est pris en compte à 5,4% (soit 25 points de base supplémentaires par rapport à l'hypothèse centrale).

Les résultats de cette valorisation alternative, qui inclut tant des flux plus élevés qu'un risque et un taux d'actualisation plus élevés, sont résumés dans le Tableau 12.

Tableau 12
Valorisation de SECP sur la base du scénario « borne haute »

Valorisation de SECP, scénario borne haute	Valorisation par action (en €)
Modèle DCF to firm	8.29 €
Modèle DCF to equity	7.71 €
Moyenne	8.00 €

⁴¹ L'analyse présentée synthétise dans le niveau de risque retenu le fait que ni le résultat net ni les dividendes ne sont garantis et qu'il existe un risque sur la Convention de Distribution en 2050. Une approche alternative qui consisterait à attribuer un niveau de risque minimal aux flux jusqu'en 2050 (soit un risque de prévision à 1, et une note de risque relatif de 0,42, soit un taux d'actualisation de 4,10%) et à ne pas retenir de valeur terminale en 2050, aboutirait à une valorisation équivalente en valeur centrale : 7,36€ pour le DCF to equity, 7,95€ pour le DCF to firm, soit une moyenne de 7,66 € par action.

⁴² Il suppose une accélération du chiffre d'affaires abonnements sur les dix prochaines années et le maintien d'une croissance du CA abonnements à 2,5% ultérieurement.

Nous ne présentons pas de tableau de sensibilité de cette valorisation, dans la mesure où elle revêt déjà un caractère de scénario de simulation. Elle aboutit à une valorisation moyenne de 8,00 €, dans une fourchette entre 7,71€ et 8,29 €.

a. Méthode analogique des multiples : à titre informatif

La Méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par l'observation des multiples auxquels s'échangent les titres de sociétés cotées du même secteur ou présentant des caractéristiques opérationnelles proches, et par l'application de ces multiples aux agrégats correspondants pour la société étudiée.

La pertinence de cette méthode analogique est liée à la possibilité de disposer d'un échantillon de groupes similaires en termes de secteur d'activité, de taille et de rentabilité, mais aussi à la stabilité et à la régularité des niveaux de marges et de croissance sur l'horizon de mise en œuvre de ce type de méthode (en général prévisions à deux ou trois ans).

i. Echantillon retenu de comparables boursiers

L'échantillon retenu comprend 12 sociétés cotées en Europe de l'Ouest et aux Etats-Unis qui peuvent être regroupées en deux catégories : d'une part les acteurs principalement présents dans le domaine de la télévision qui détiennent et exploitent une voire plusieurs chaînes propres, et d'autre part les groupes de médias ayant des activités diversifiées de télévision, radio et production de programmes télévisés. Ces différents groupes se distinguent par leur niveau de marges, la volatilité de leurs marges (lorsqu'il s'agit d'activités de télévision gratuite, très sensibles au niveau des revenus publicitaires), leur intensité capitalistique (acquisition de droits, création de contenus), leurs perspectives de croissance, et la répartition géographique de leur activité.

La société qui se rapproche le plus de SECP en termes de modèle économique est le groupe britannique Sky, dont l'activité principale est la télévision payante. Toutefois, le groupe présente un profil de croissance et de marges plus favorable. Contrairement à SECP, Sky se développe sur plusieurs zones géographiques, est actif sur une chaîne de valeur plus large (y compris les offres incluant la téléphonie, l'accès Internet), et est soumis à un environnement concurrentiel moins intense (concurrence Beinsport sur les droits sportifs en France).

En tout état de cause, il convient de souligner qu'aucune des sociétés des deux sous-catégories ne présente à la fois le même modèle économique (télévision payante financée par les abonnements et non la publicité) et le même profil de croissance, de marges et de risque (résultat opérationnel minimum garanti en application du mécanisme de la Convention de Distribution en vigueur avec Groupe Canal+). Pour cette raison, les résultats de la méthode des comparables boursiers ne sont présentés qu'à titre indicatif. Les activités et caractéristiques de taille et de marges des sociétés de l'échantillon sont détaillées en annexe.

Nous n'avons pas retenu dans l'échantillon des sociétés de télévision Atresmedia et Mediaset Espana, toutes deux étant très impactées par la crise économique en Espagne, et de ce fait, présentant un profil opérationnel particulièrement décalé par rapport à celui de SECP. Mediaset (Italie), maison-mère de Mediaset Espana, subit en partie les conséquences de la crise en Espagne et de la situation économique difficile en Italie, mais a été retenue en raison de la part de ses activités réalisées dans la télévision payante. Mediaset fait par ailleurs l'objet de rumeurs de modifications de son capital, ou de celui de sa filiale de télévision payante Mediaset Premium (rumeurs d'acquisition par Vivendi ou de rapprochement avec Sky). Sky a également fait l'objet de rumeurs d'acquisitions.

ii. Résultats de la Méthode des comparables boursiers

Les multiples boursiers des sociétés de l'échantillon retenu sont présentés dans le Tableau 14. Les multiples sont calculés sur la base des cours moyens pondérés par les volumes sur un mois au 17 juin 2015 et des prévisions financières des analystes résultant du consensus établi par Capital IQ. Les agrégats financiers de Sky, dont la date de clôture des comptes est au 30 juin, ont été « calendarisés » au 31 décembre.

Nous avons retenu les multiples d'EBIT comme multiples pertinents, car ils sont directement applicables au résultat opérationnel minimum garanti de SECP issu de la Convention de Distribution⁴³. Nous retenons les multiples moyens pour les exercices 2015 à 2017. Comme indiqué précédemment, nous retenons seulement la borne basse du résultat opérationnel garanti de SECP pour 2015 (conformément au budget), 2016 et 2017, dans la mesure où aucune des conditions qui pourrait conduire le résultat opérationnel à être supérieur à ce niveau minimum garanti ne semble remplie actuellement⁴⁴.

⁴³ Nous avons écarté les multiples de chiffre d'affaires, compte tenu des différences de marge entre SECP et les sociétés présentées, ainsi que les multiples d'EBITDA qui ne permettent pas de prendre en compte les différences d'intensité capitalistique appréhendée à travers les dépréciations relatives aux programmes et aux droits de diffusion. Par ailleurs, nous montrons les multiples de PER à titre indicatif seulement car ils sont biaisés par les différences de structure financière des sociétés.

⁴⁴ Rappelons qu'il faudrait que le chiffre d'affaires abonnements soit en croissance de 43% en 2016 par rapport en 2014 pour que la fourchette haute puisse être atteinte en 2016. De même, il faudrait que le chiffre d'affaires abonnements soit en croissance de 46% en 2017 par rapport en 2014 pour que la fourchette haute puisse être atteinte en 2017.

Tableau 13
Marges et croissance de l'échantillon de sociétés présentées

Société	Pays	Chiffre d'affaires 2014R	TCAM 2014-2017			Marge d'EBIT				Marge nette			
			CA	EBIT	BPA	2014R	2015E	2016E	2017E	2014R	2015E	2016E	2017E
Télévision													
Sky	Royaume-Uni	12 870	11.6%	6.2%	5.4%	14.5%	13.3%	13.0%	12.5%	9.7%	8.7%	8.6%	8.6%
ITV	Royaume-Uni	3 617	7.8%	15.1%	17.0%	28.9%	28.5%	29.3%	30.3%	18.0%	21.7%	22.3%	23.0%
ProSiebenSat.1	Allemagne	2 876	7.0%	5.3%	14.8%	26.2%	24.4%	25.0%	25.0%	12.0%	15.4%	15.9%	16.0%
Mediaset	Italie	3 414	5.4%	31.7%	nc	7.5%	9.5%	12.7%	14.6%	0.7%	3.0%	4.5%	5.8%
TF1	France	2 092	0.8%	35.3%	23.8%	4.7%	8.2%	9.7%	11.3%	19.7%	6.5%	7.6%	8.7%
Métropole Télévision (M6)	France	1 258	1.8%	1.1%	5.1%	17.9%	16.6%	16.5%	17.5%	9.8%	10.0%	9.9%	10.7%
Moyenne			5.7%	15.8%	13.2%	15.9%	16.7%	17.7%	18.3%	11.7%	10.9%	11.4%	12.1%
Médiane			6.2%	10.8%	14.8%	16.2%	15.0%	14.7%	16.1%	10.9%	9.3%	9.2%	9.7%
Médias													
Discovery Communications	Eats-Unis	5 571	5.1%	2.9%	13.0%	34.5%	32.5%	32.5%	32.4%	18.2%	17.6%	18.8%	19.7%
RTL Group	Luxembourg	5 808	2.2%	5.3%	5.6%	16.6%	19.4%	19.7%	20.4%	11.2%	12.3%	12.5%	13.1%
Scripps Networks Interactive	Eats-Unis	2 370	5.8%	3.0%	12.2%	39.2%	37.5%	37.7%	37.2%	20.5%	20.2%	19.8%	19.2%
AMC Networks	Eats-Unis	1 904	8.9%	9.5%	17.0%	28.1%	27.1%	27.8%	27.8%	12.0%	13.7%	14.2%	14.2%
Modern Times Group	Suède	1 709	3.9%	6.0%	4.0%	9.5%	9.4%	9.6%	10.1%	7.2%	6.7%	7.2%	7.6%
NexRadioTV	France	895	12.0%	25.3%	25.2%	13.9%	15.4%	18.0%	19.4%	6.6%	9.2%	10.9%	12.0%
Moyenne			6.5%	8.8%	12.8%	24.0%	23.6%	24.2%	24.3%	12.9%	13.3%	13.9%	14.3%
Médiane			5.4%	5.7%	12.6%	23.4%	23.3%	23.6%	24.1%	11.6%	13.0%	13.3%	13.7%
Moyenne Télévision et Médias			6.1%	12.3%	13.0%	20.0%	20.2%	20.3%	21.5%	12.3%	12.1%	12.7%	13.2%
Médiane Télévision et Médias			5.6%	6.1%	13.0%	18.3%	18.0%	18.8%	19.9%	11.6%	11.1%	11.7%	12.5%

TCAM : taux de croissance annuel moyen

Sources : sociétés, Capital IQ

Notes : données financières calendarisées au 31-décembre

Tableau 14
Multiples boursiers

Société	Capitalisation boursière	Dettes nettes	Valeur d'entreprise	VE / CA				VE / EBIT				PER			
				2014R	2015E	2016E	2017E	2014R	2015E	2016E	2017E	2014R	2015E	2016E	2017E
Télévision															
Sky	24 987	9 141	34 200	2.3x	2.0x	1.9x	1.8x	18.0x	15.3x	14.3x	14.2x	19.2x	17.9x	17.0x	16.4x
ITV	15 048	(45)	15 537	4.3x	3.9x	3.8x	3.4x	17.2x	13.7x	12.3x	11.2x	23.4x	17.1x	15.4x	14.6x
ProSiebenSat.1	9 418	1 412	10 825	3.8x	3.5x	3.2x	3.0x	14.8x	14.3x	13.0x	12.1x	25.3x	19.8x	18.0x	18.7x
Mediaset	5 012	620	6 351	1.5x	1.8x	1.6x	1.5x	25.9x	18.8x	12.9x	10.5x	nc	nc	29.1x	20.7x
TF1	3 286	(888)	2 152	1.1x	1.2x	1.1x	1.1x	23.3x	14.5x	11.5x	9.5x	32.9x	24.1x	20.3x	17.5x
Métropole Télévision (M6)	2 219	(278)	1 948	1.5x	1.5x	1.5x	1.4x	8.8x	9.1x	8.9x	8.1x	18.0x	17.4x	17.2x	15.5x
Moyenne				2.5x	2.3x	2.2x	2.0x	17.6x	14.2x	12.2x	11.0x	23.7x	19.2x	19.9x	16.9x
Médiane				2.1x	1.9x	1.8x	1.7x	16.6x	14.4x	12.6x	10.9x	23.4x	17.8x	17.8x	16.8x
Médias															
Discovery Communications	19 481	8 240	25 952	4.8x	4.5x	4.2x	4.0x	13.3x	12.7x	12.0x	12.4x	20.2x	18.8x	15.9x	14.0x
RTL Group	12 574	477	13 323	2.3x	2.3x	2.2x	2.2x	12.4x	11.9x	11.4x	10.7x	19.3x	17.7x	16.9x	16.4x
Scripps Networks Interactive	7 721	1 503	9 245	3.8x	3.8x	3.5x	3.5x	9.8x	10.2x	9.6x	9.4x	17.7x	15.5x	13.8x	12.5x
AMC Networks	5 033	2 330	7 584	3.9x	3.2x	3.0x	2.7x	13.9x	12.0x	10.7x	9.7x	21.8x	18.2x	14.7x	13.5x
Modern Times Group	1 861	48	1 917	1.1x	1.1x	1.0x	1.0x	11.3x	11.4x	10.5x	9.5x	15.1x	15.4x	14.4x	13.4x
NexRadioTV	477	58	498	2.6x	2.5x	2.1x	1.9x	18.5x	18.5x	11.8x	9.7x	29.7x	24.0x	18.5x	15.1x
Moyenne				3.1x	2.8x	2.7x	2.5x	13.3x	12.6x	11.1x	10.2x	20.6x	17.9x	15.7x	14.1x
Médiane				3.2x	2.8x	2.8x	2.4x	12.9x	11.8x	11.0x	9.7x	19.7x	17.0x	15.3x	13.7x
Moyenne Télévision et Médias				2.8x	2.6x	2.4x	2.3x	15.4x	13.5x	11.6x	10.6x	22.0x	18.5x	17.6x	15.8x
Médiane Télévision et Médias				2.4x	2.4x	2.2x	2.0x	14.2x	13.7x	11.6x	10.1x	20.2x	17.7x	16.9x	15.3x

Sources : sociétés, Capital IQ

Notes : capitalisation boursière moyenne sur 11 mois au 17-juin-15 ; données financières calendarisées au 31-déc- ; les multiples présentés tiennent compte des prévisions de dettes pour chaque exercice considéré

Conclusion de la méthode des multiples

L'application à SECP de ces multiples moyens 2015 à 2017 permet d'obtenir les valeurs par action indiquées dans le Tableau 15 en prenant en compte la trésorerie de chaque exercice considéré et en procédant aux ajustements décrits précédemment.

Tableau 15
Application et résultats de la méthode des comparables boursiers

En €	2015E	2016E	2017E	Moyenne
Valeur par action	8.14 €	7.23 €	6.69 €	7.35 €

Sources : sociétés, Capital IQ, analyse Associés en Finance

En appliquant les multiples moyens d'EBIT observés sur l'échantillon retenu à la borne basse de la fourchette du résultat opérationnel garanti de SECP 2015 à 2017, le prix par action de la Société issue de la Méthode des comparables boursiers ressort à 7,35 €.

A titre purement informatif, les valeurs obtenues sur la base des PER seraient inférieures, à 5,83 € par action en moyenne.

b. Méthode des transactions comparables : à titre d'information

La Méthode des transactions comparables se fonde sur l'observation des multiples constatés lors des opérations de fusions-acquisitions récentes jugées comparables en termes d'activité et de contexte transactionnel, géographique et temporel, dont les conditions financières ont été rendues publiques. Cette méthode se heurte souvent à l'absence de données fiables sur ces multiples ou à la faiblesse du nombre de transactions récentes sur des sociétés réellement comparables.

Comme pour la méthode des comparables, ces éléments ne sont présentés qu'à titre indicatif, compte tenu des spécificités du modèle de développement de SECP (résultat opérationnel minimum garanti, périmètre d'activités contraint, contraintes réglementaires).

Dans le cas présent, nous avons identifié un échantillon de 15 transactions comparables sur les cinq dernières années (depuis 2010). Le détail de ces transactions est présenté en Annexe.

L'échantillon des 15 transactions comparables identifiées sur les cinq dernières années figure dans le Tableau 16. Ces transactions se sont conclues à un multiple moyen de 12,6x l'EBIT.

Tableau 16
Multiples de transaction de l'échantillon retenu

Date d'annonce	Note	Pays	Cible	Activité	Acquéreur	Données fin. (M€)		Multiples (Histo.)		Marge
						% acquis	VE	CA	EBIT	EBIT
16-mars.-13	N-Vision	Pays-Bas	Holding de la chaîne gratuite polonaise TVN		Scripts Networks Interactive	100.0%	1 424	3.7x	nd	nd
25-jul.-14	Sky Deutschland	Allemagne	Télévision payante en Allemagne et Autriche		Sky	57.4%	5 679	4.0x	ns	nd
25-jul.-14	Sky Italia	Italie	Télévision payante et gratuite en Italie		Sky	100.0%	3 109	1.1x	ns	0.5%
17-jul.-14	ITV	Royaume-Uni	Télévision gratuite		Liberty Global	6.5%	10 071	0.2x	13.8x	23.4%
07-jul.-14	Mediaset Premium	Italie	Chaîne payante centrée sur le football et le cinéma		Telefonica	11.1%	901	1.7x	nd	nd
18-jun.-14	DTS	Espagne	Chaîne payante Canal+ Espagne		Telefonica	22.0%	1 689	nd	nd	nd
07-mai.-14	DTS	Espagne	Chaîne payante Canal+ Espagne		Telefonica	56.0%	1 551	nd	nd	nd
21-jan.-14	Eurosport (hors France)	France	Chaîne sportive par câble, satellite et TNT		Discovery Communications	31.0%	817	2.0x	10.7x	18.8%
28-oct.-13	Canal+ France	France	Chaîne payante		Vivendi	20.0%	5 100	1.0x	nd	nd
04-mars.-13	Sky Network Television	Nouvelle-Zélande	Télévision payante		Investisseurs institutionnels	43.7%	1 509	2.8x	11.5x	24.1%
14-déc.-12	Eurosport	France	Chaîne sportive par câble, satellite et TNT		Discovery Communications	20.0%	859	2.1x	14.7x	14.2%
01-nov.-12	Sky Network Television	Nouvelle-Zélande	Télévision payante		Credit Suisse (Australia)	11.1%	1 504	2.3x	12.2x	24.0%
24-jan.-12	Astral Media	Canada	Medias (télévision payante, radio, affichage extérieur)		Bell Media	100.0%	2 363	3.1x	11.0x	28.7%
18-déc.-11	N-Vision	Pays-Bas	Holding de la chaîne gratuite polonaise TVN (création de la chaîne payante polonaise nc+)		Canal+	40.0%	693	nd	nd	nd
08-fév.-10	ITV	Royaume-Uni	Télévision gratuite		Investisseurs institutionnels	10.4%	3 269	1.5x	14.5x	10.4%
Moyenne 2010-2015								2.4x	12.6x	18.0%
Médiane 2010-2015								2.4x	12.2x	21.1%

Sources : sociétés, Capital IQ

En appliquant ce multiple moyen à la borne basse de la fourchette du résultat opérationnel garanti de SECP des douze derniers mois au 31 mai 2015 et compte tenu des ajustements de trésorerie décrits précédemment, le prix par action de la Société issu de la Méthode des transactions comparables ressort à 7,69€. Rappelons qu'il ne s'agit que d'une valorisation indicative pour les raisons mentionnées précédemment.

c. Analyse des interventions sur le titre SECP menées par Vivendi / Groupe Canal+

Ni Vivendi ni sa filiale Groupe Canal+ n'ont acquis d'actions SECP au cours des douze derniers mois. Les titres SECP sont valorisés dans les comptes de Vivendi et de Groupe Canal+ à un niveau sensiblement inférieur au prix d'offre.

IV. Analyse des travaux des banques présentatrices sur la valorisation de l'action

1. Méthodes écartées

Les banques présentatrices de l'offre (CM-CIC Securities et Crédit Agricole Corporate & Investment Bank) ont écarté les méthodes de l'Actif net comptable, l'actualisation des flux de trésorerie disponibles, l'objectif de cours des analystes, et des multiples des transactions comparables, celles-ci étant considérées par les établissements présentateurs comme non pertinentes dans le cas de la société SECP. Associés en Finance a également écarté la méthode de l'actif net comptable et considéré la méthode des transactions comparables et la présentation des objectifs de cours comme indicatives seulement. Les banques ont écarté la méthode des flux de trésorerie disponibles en l'absence de projections construites par le management au-delà du budget. Associés en Finance a pour sa part construit un modèle de prévisions sur SECP au-delà de 2015 afin de pouvoir mesurer la capacité distributive de SECP au regard des flux financiers générés. Associés en Finance a par ailleurs présenté le résultat de l'analyse des transactions comparables à titre indicatif.

2. Méthodes retenues par les banques présentatrices

Les banques présentatrices ont retenu les méthodes d'évaluation suivantes : l'actualisation des dividendes estimés, l'analyse du cours de bourse, et ont présenté à titre de recoupement la méthode des multiples de sociétés cotées comparables.

a. Analyse du cours de bourse

Les banques présentatrices présentent l'analyse de la prime offerte par le prix de l'Offre (7,60 €) par rapport au niveau du cours de clôture de SECP le dernier jour de cotation avant l'annonce de l'Offre initiée par Vivendi, ainsi qu'aux moyennes de cours arrêtés à cette date (moyenne des cours de clôture pondérés par les volumes quotidiens échangés sur 1 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois). Ces résultats n'appellent pas de commentaires particuliers, et s'établissent à des niveaux équivalents aux éléments présentés par Associés en Finance. Les banques y ajoutent la présentation de la prime offerte par le prix d'offre par rapport au cours le plus haut et le plus bas sur 12 mois.

b. Approche par l'actualisation des dividendes

Les banques présentatrices retiennent une approche de valorisation par l'actualisation des dividendes. Elles ont retenu une hypothèse de taux de distribution de 75% du résultat net, conforme à la moyenne des taux de distribution des 15 dernières années, sur la base du résultat net extrapolé à partir d'un résultat opérationnel égal à la fourchette basse issue de la Convention de Distribution, et en croissance de 2,5% par an. Même si nous considérons que la mesure de la valorisation par l'actualisation des flux de dividendes est une méthode pertinente, nous avons préféré retenir une méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponibles pour les

actionnaires, qui permet de rendre mieux compte de l'évolution de la capacité distributive de la société après prise en compte des *cash-flows* générés et des investissements nécessaires (rappelons que cette capacité distributive est en recul sur les dernières années).

Les banques présentent par ailleurs un scénario indexant le résultat d'exploitation sur la borne haute de sa fourchette contractuelle d'évolution, en y affectant une probabilité de 10%. Nos propres travaux ont également examiné ce type de scénarios, à ceci près que notre analyse juge très improbable que cette borne haute puisse être atteinte à court terme.

Associés en Finance partage l'analyse des banques présentatrices sur la nécessité d'actualiser les flux disponibles pour les actionnaires sur la base d'un coût des fonds propres, dans la mesure où ni le résultat net ni le dividende ne sont garantis par l'existence de la Commission de Distribution et où subsiste une incertitude significative sur la valeur de SECP en 2050.

Le coût des fonds propres utilisé par les banques présentatrices s'élève à 6,2%. Ce niveau résulte de l'utilisation de la prime de marché de Détoyat Associés⁴⁶ calculée sur les 6 derniers mois (au 12 mai 2015) pour l'indice CAC Small auquel appartient SECP. A cette prime de marché, qui intègre directement l'effet de liquidité puisque calculée sur l'indice CAC Small, est appliqué un coefficient bêta de 0,65 calculé par les banques présentatrices sur un historique de 4 ans en données mensuelles par rapport à l'indice CAC Small. A la place des coefficients bêtas, dont la pertinence est souvent perturbée par une faible significativité statistique, Associés en Finance utilise comme décrit précédemment une méthode d'analyse plus fondamentale des sociétés, et une prise en compte de l'illiquidité par comparaison avec un référentiel de sociétés plus large, aboutissant ainsi en valeur centrale à un taux d'actualisation de 5,14%. Une autre différence entre la méthode utilisée par Associés en Finance et les banques présentatrices consiste en la prise en compte de primes de marché sur les six derniers mois par ces dernières. Associés en Finance retient en valeur centrale une période plus courte de trois mois, postérieure à la mise en œuvre du programme de rachat d'actifs par la BCE.

Les banques présentatrices retiennent deux scénarios : dans le premier, la valeur terminale repose sur l'hypothèse de croissance à l'infini des dividendes de 1,5% après 2050. Dans le second, en face du risque de

⁴⁶ Associés en Finance et Détoyat Associés, qui se sont rapprochés en fin d'année 2014, sont historiquement les deux seuls acteurs indépendants à calculer des primes de marché et à les diffuser sur abonnement à leurs clients. Les méthodes utilisées pour calculer ces primes de marché diffèrent non pas tant dans la méthode de calcul de ces primes (qui reviennent à déterminer des taux d'actualisation implicites par comparaison entre les cours cotés et les prévisions sur les sociétés) que par les éléments qui entrent dans le calcul : Associés en Finance utilise des prévisions élaborées par son équipe d'analystes financiers indépendants, tandis que Détoyat Associés utilise des données de consensus de marché. Les primes sont également présentées différemment : Associés en Finance décompose la rentabilité attendue selon le risque et la liquidité des titres au sein d'un échantillon large de sociétés cotées. Les primes de Détoyat Associés traitent aussi de l'impact de la liquidité, mais par le biais de calculs de primes de marché par sous-échantillon, ici sur la base de l'indice CAC Small. Intégrant l'effet liquidité, la prime calculée sur l'indice CAC Small est bien évidemment plus élevée que celle qui pourrait être calculée par exemple sur l'indice CAC 40. Par ailleurs, calculée en référence par rapport au taux OAT 10 ans, elle est d'autant plus élevée que ce taux de référence est bas, comme c'est le cas actuellement.

renouvellement de la convention de distribution après 2050, la valeur terminale retenue est nulle. Nos propres travaux intègrent directement le risque de non renouvellement de cette convention en 2050 dans le calcul du risque affecté à SECP, et considèrent que la valeur terminale, en conformité avec les principes du modèle Trival, est égale à la valeur des fonds propres en 2050.

En définitive, nos travaux aboutissent à une valorisation moyenne de 7,67 € selon les deux méthodes d'actualisation de flux de trésorerie (*DCF to firm*, *DCF to equity*) dans le scénario retenu à titre principal, et à une valorisation moyenne de 8,00 € par action pour le scénario d'atteinte de la fourchette haute. La fourchette de valorisation présentée par les banques, compte tenu de la probabilisation des deux scénarios à 90% / 10% et de calculs menés avec ou sans valeur terminale, s'établit en valeur centrale entre 5,23 et 6,85 € (avec une fourchette de valeurs extrêmes de 4,76 à 7,60 €).

c. Approche par les comparables

L'absence de comparables boursiers présentant les mêmes perspectives de croissance et de marges ainsi qu'un *business model* similaire rend l'approche par les comparables boursiers peu pertinente et en fait une méthode de recoupement. Pour pallier cette différence de *business model* et de croissance, les banques présentatrices ont réalisé une régression des multiples d'EBIT 2015 sur le niveau de croissance anticipé des EBIT des comparables sur les 3 prochaines années ainsi qu'une régression des PER 2015 sur le niveau de croissance attendu de résultat net des 3 prochaines années. Nous n'avons pas retenu cette approche de régression, car si elle permet de corriger la valeur des multiples par les différentiels de croissance attendus, elle ne permet pour autant pas de rendre compte des autres différences de *business model* et notamment les différences de risque (puisque le résultat opérationnel minimum de SECP est garanti) et de taille. Les banques présentent leurs résultats selon les deux scénarios d'atteinte des bords basses et hautes du résultat opérationnel. Associés en Finance n'a retenu que le scénario de la borne basse sur l'horizon 2015 / 2017.

L'échantillon retenu par les banques présentatrices comprend des diffuseurs français (TF1, M6, Next Radio TV), et d'autres diffuseurs en Europe (ITV, Mediaset, ProSiebenSat.1, Atresmedia, Mediaset Espana MTG, RTL Group). La société Sky n'a pas été retenue par les banques en raison de son caractère spéculatif lié aux nombreuses rumeurs de rachat dont elle fait l'objet. Nous avons pour notre part exclu les deux sociétés espagnoles de télévision gratuite (Atresmedia et Mediaset) du fait du contexte économique difficile en Espagne. Nous avons pris en compte dans l'échantillon Sky, société leader de la télévision payante en Europe, et élargi l'analyse à des sociétés mixtes télévision / médias / autres activités.

Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

Les banques présentatrices ont retenu les éléments suivants au 31 décembre 2014, pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres :

- La trésorerie nette de 79 M€ issue de la trésorerie à fin 2014 de 169 M€ (Trésorerie et équivalents de trésorerie), du versement de dividende (-32 M€) et des emprunts et autres passifs financiers (-58 M€) ;
- les provisions courantes et non courantes (-53M€) ;
- l'impact fiscal des provisions (+20M€) ;
- les actifs financiers courants (+6M€) ;

Le total des ajustements apportés par les banques présentatrices pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de SECP s'élève à +53 M€, contre +154 M€ pour Associés en Finance sur la base des données à fin 2014. En effet, nos calculs intègrent l'impact de la commission de distribution à encaisser, un effet de saisonnalité du BFR, et un impact des provisions moins important.

Le nombre de titres retenu par les banques présentatrices s'élève à 126 639 905 actions, soit l'ensemble des actions émises (126 690 768) net des actions auto détenues (50 863). Associés en Finance retient le même chiffre.

Sur la base des éléments décrits ci-dessus, les banques présentatrices aboutissent à une fourchette de valorisation entre 6,09 et 7,82 € dans l'estimation des multiples sans régression et dans une fourchette de 5,32 à 6,46 € en appliquant la méthode de régression.

Ces valorisations sont obtenues en tenant compte de la probabilisation des deux scénarios d'atteinte de la borne basse et de la borne haute du résultat opérationnel à 90% et 10%. Les travaux d'Associés en Finance aboutissent pour leur part à une fourchette de valeur comprise entre 6,69 € à 8,14 €.

3. Résultats comparés

Les résultats comparés obtenus par les banques présentatrices et Associés en Finance concernant la valorisation de l'action SECP sont présentés dans le Tableau 17.

Tableau 17
Résultats comparés Associés en Finance et banques présentatrices

Méthode	Associés en Finance	Banques Présentatrices
Actualisation des flux de trésorerie	Valeur de 7.92 € / action sur une base DCF <i>io Firm</i> Valeur de 7.41 € / action sur une base DCF <i>io Equity</i> , soit 7.67 € en moyenne	Scénario probabilisé à 90% : Valeur de 6.73 € / action SECP avec prise en compte d'une valeur terminale / Valeur de 5.15 € / action sans valeur terminale
Actualisation des flux de trésorerie ; simulation d'atteinte de la fourchette haute	Valeur de 8.29 € / action sur une base DCF <i>io Firm</i> Valeur de 7.71 € / action sur une base DCF <i>io Equity</i> , soit 8.00 € en moyenne	Scénario probabilisé à 10% : Valeur de 7.56 € / action SECP avec prise en compte d'une valeur terminale / Valeur de 5.78 € / action sans valeur terminale
Analyse du cours de bourse, sur la base d'un prix d'offre de 7.6 €	Prime de 19.1% par rapport au dernier cours coté	Prime de 19.1% par rapport au cours de référence (12 mai 2015)
	Prime de 20.5% à 24.9% par rapport au cours moyen sur 1 mois, 2 mois, 3 mois et un an	Prime entre 16.2% et 42.1% par rapport au cours moyen pondéré selon les dates et périodes de référence des cours
Multiples des sociétés comparables (à titre indicatif)	Fourchette allant de 6.69 € à 8.14 € pour une moyenne de 7.35 €	Fourchette allant de 6.09€ à 7.82€ pour une moyenne de 7.07€
		Valorisation avec impact de la régression : Fourchette allant de 5.32€ à 6.46€ pour une moyenne de 5.89€
Multiples des transactions comparables (à titre indicatif)	7.69 €	Non pertinent

V. Conclusion d'Associés en Finance

Vivendi a déposé un projet d'offre publique amicale sur la totalité des actions ordinaires de SECP actuellement non détenues par le groupe et ses filiales, au prix de 7,60 € par action. Le groupe Vivendi et ses filiales détiennent actuellement 48,5% du capital de SECP.

SECP évolue dans un contexte concurrentiel et technologique devenu plus incertain et multiforme ces dernières années, et intervient dans un périmètre d'activités limité à l'exploitation des chaînes *Premium* en France. Ses conditions d'exploitation sont spécifiques, puisque son résultat opérationnel bénéficie d'un niveau minimum garanti mais ce n'est le cas ni de son résultat net ni de son dividende. Sa valorisation demeure sujette aux conditions de renouvellement ou de modifications en 2050 de la Convention de Distribution qui lie aujourd'hui SECP au groupe Canal+.

Nos travaux au travers de l'analyse multicritères aboutissent aux résultats suivants :

- La méthode retenue à titre principal est l'approche intrinsèque d'actualisation des flux de trésorerie générés (méthode *DCF to firm* ou *DCF to equity*) sur la base du maintien du résultat opérationnel à la fourchette basse prévue par la Convention de Distribution. Cette méthode indique une valeur centrale de 7,67 €, dans une fourchette de 6,97 € à 8,10 €.
- Une approche intrinsèque sur la base d'un scénario alternatif particulièrement volontariste ferait apparaître une valeur de 8,00 € dans une fourchette de 7,71 € à 8,29 €.
- Compte tenu de ses spécificités, notamment son résultat opérationnel minimum garanti, qui rendent SECP peu comparable aux sociétés cotées dans le secteur média, les méthodes analogiques sont peu pertinentes : à titre indicatif, l'approche analogique par la méthode des comparables aboutirait à une valeur de 7,35 €, dans une fourchette comprise entre 6,69 € et 8,14 € par action ; l'approche indicative par les multiples de transactions conduirait à un prix de 7,69 € par action.

Il s'agit d'une offre facultative où les actionnaires ont le choix de bénéficier d'une liquidité immédiate sur leur investissement ou de conserver une exposition à la société.

Le prix de 7,60 € par action offre une prime de +20,5 % par rapport à la moyenne des cours sur trois mois au 12 mai 2015 et permet de cristalliser une valeur à une période où l'ensemble des taux (taux d'intérêt, taux d'actualisation sur les fonds propres) sont exceptionnellement bas.

Notre mission était de nous prononcer sur le caractère équitable du prix offert. Nos travaux et les considérations qui précèdent nous conduisent à considérer que cette offre qui revêt un caractère facultatif est équitable pour les actionnaires souhaitant profiter d'une liquidité sur leur investissement, le prix proposé s'inscrivant dans la fourchette de valeurs déterminée dans nos travaux d'évaluation.

Bertrand Jacquillat

Amaud Jacquillat

Catherine Meyer

ASSOCIÉS  FINANCE

52

VI. Présentation de l'expert

Associés en Finance et Détroyat Associés ont annoncé leur rapprochement en décembre 2014.

Créé en 1979, Associés en Finance est un acteur spécialisé dans l'analyse financière et l'évaluation. Son co-fondateur Bertrand Jacquillat a contribué à développer différentes techniques d'évaluation et de calculs financiers aujourd'hui utilisés par l'ensemble de la communauté financière.

Créé en 1968 par Jean-Michel Détroyat, Détroyat Associés a été l'un des tout premiers intervenants français indépendants dans le conseil et l'analyse financière.

La combinaison de ces deux sociétés a permis de créer le seul acteur indépendant de l'évaluation et du conseil à forte culture financière et dont la légitimité repose sur sa connaissance approfondie des marchés financiers, sa maîtrise de la modélisation financière et son exigence de rigueur. La nouvelle entité dispose d'un effectif d'environ 25 personnes, qui constitue l'une des toutes premières de la Place de Paris à la fois en nombre et en qualité.

Une des spécificités d'Associés en Finance réside dans son modèle de valorisation Trival® qui assure le suivi de plus de 500 sociétés cotées et qui permet notamment d'estimer les primes de marché, primes de risque et primes d'illiquidité, et de calculer le coût des ressources de financement pour le marché dans son ensemble et pour les sociétés industrielles notamment. Ces primes de marché du modèle Trival® constituent des primes de référence pour de nombreux évaluateurs externes et acteurs de l'expertise. Le modèle est également un puissant outil d'analyse qui permet d'évaluer des sociétés / actifs non cotés.

Associés en Finance suit de nombreux groupes de médias dans son modèle de valorisation, ce qui a permis à Associés en Finance de développer une connaissance de ce secteur unique parmi les cabinets d'expertise indépendants.

Associés en Finance et Détroyat Associés ont effectué de multiples missions de conseil, d'expertise indépendante, et plus de 200 missions d'attestations d'équité. Associés en Finance ou Détroyat Associés sont intervenus récemment en qualité d'expert indépendant des opérations suivantes sur des actions admises sur un marché réglementé :

Date	Cible	Initiateur	Banques(s) présentatrice(s)	Type d'offre
novembre-14	Nexeya	Nexeya Invest	Natixis	CPR-RO
octobre-14	Camelion Software	Prox Holdings	Bryan Garnier & Co	CPAS
septembre-14	Club Méditerranée	Global Resort	Lazard Frères / Unicredit Bank AG	CPA
septembre-14	Ousdi	CEREP Investment France	Odin Corporate Finance	CPR
septembre-14	Alphamos	DMS	Rocheport & Associés	Augmentation de capital
juillet-14	Carrefour Property Development	CRPF 13	Natixis	CPR
décembre-13	Meetic	Match.com	BNP Paribas	CPAS
novembre-13	LaCie	Seagate	BNP Paribas	CPAS

Associés en Finance n'a adhéré à aucune des deux associations professionnelles agréées par l'AMF en application de l'article 263-1 de son Règlement Général. Les compétences et l'expérience dont Associés en Finance dispose en matière d'analyse et d'évaluation financière ainsi que les procédures mises en œuvre en interne garantissent le contrôle qualité, préalable à la fois exigeant et indépendant requis par ce type de mission.

Personnel associé à la réalisation de la mission

Les personnes associées à cette mission sont les suivantes :

- **Bertrand Jacquillat**, Co-Fondateur d'Associés en Finance et Président d'Honneur, a mené simultanément une carrière universitaire et une carrière de praticien de la finance, en contribuant à diffuser en France les avancées de la théorie financière. Il a exercé de nombreuses fonctions universitaires (Professeur aux Universités de Berkeley, Stanford et Visiting Fellow, Hoover Institution, Professeur à HEC, aux Universités de Lille et de Paris Dauphine (1969-1999)). Professeur des Universités à Sciences Po Paris entre 1999 et 2014, et désormais Professeur émérite, il est Vice-Président du Cercle des Economistes, auteur et/ou co-auteur de plus d'une cinquantaine d'articles scientifiques et de nombreux ouvrages. Il est également administrateur de Klépierre et des Presses Universitaires de France.
- **Philippe Leroy**, Président, a assuré la supervision opérationnelle ou le contrôle qualité de l'intégralité des missions conduites par Détroyat Associés depuis 2007. Diplômé de l'ESSEC, il a commencé sa carrière chez Bossard Consultants avant de rejoindre la banque, d'abord à la BGP-SIB, puis à la Chase Manhattan Bank dont il a été le Directeur Général en France et chez HSBC Markets comme Managing Director où il a créé le département de spécialiste en valeur du Trésor. Il a également été Directeur Corporate finance, membre du comité exécutif de Vivarte. Il a par ailleurs exercé de nombreux mandats sociaux et est expert judiciaire auprès de la Cour d'Appel de Paris.
- **Arnaud Jacquillat**, Directeur Général, assure la supervision opérationnelle des missions de conseil et de développement d'Associés en Finance. Après avoir commencé sa carrière chez Nomura, il a ensuite rejoint la Banque NSM, puis ABN AMRO Amsterdam comme Vice-Président en charge de la stratégie de la banque de financement et d'investissement. Il mène ensuite une carrière de banquier d'affaires pendant 15 ans, chez ABN AMRO puis à la Royal Bank of Scotland.
- **Catherine Meyer**, Associée, est analyste et responsable de missions d'évaluation, d'expertise et de conseil, responsable transversale de la Formation et du contrôle qualité des travaux réalisés par la société. Elle est diplômée d'HEC et membre de la SFAF, Société Française des Analystes Financiers. Elle a longtemps été en charge du suivi direct des sociétés du secteur Médias, et en assure aujourd'hui la supervision.
- **Guillaume Gandrille**, analyste financier et évaluateur, est titulaire d'un Mastère en Techniques Financières de l'ESSEC, diplômé de la SFAF / CIIA et est titulaire du CFA. Après une expérience

chez Oddo AM et chez CA-CIB, Guillaume a rejoint les équipes d'Associés en Finance en 2010. Il a conduit de nombreuses missions d'expertises et d'évaluation indépendantes pour le compte de grandes sociétés françaises et étrangères.

- **Viet Do-Quy**, analyste financier et évaluateur, diplômé du Mastère Spécialisé Finance de l'ESCP Europe et d'une Maîtrise d'Economie de l'Université Paris-XII. Il a travaillé en fusions & acquisitions, successivement chez Rothschild & Cie, Société Générale et Benoit & Associés. Viet a eu l'opportunité de travailler sur une grande variété de secteurs dans le cadre de missions de conseil et d'évaluation.

Rémunération

Les honoraires forfaitaires (et donc non conditionnés par le résultat de l'offre) se sont élevés pour cette mission à 130 000 € HT.

VII. Annexe 1 : détail sur le déroulement de la mission

Associés en Finance a mené des entretiens avec les personnes suivantes :

- Grégoire Castaing, Directeur Financier Groupe Canal+ ; Président du Comité Financier de SECP ;
- Pierre Blayau, Administrateur indépendant et membre du Comité Financier de SECP ;
- Brigitte Longuet, Administrateur indépendant et membre du Comité Financier de SECP ;
- Edouard de Chavagnac, Directeur Juridique Corporate, Groupe Canal+ ;
- Anne-Sophie Goblet, Directeur des Services Financiers, Groupe Canal+ ;
- Géraldine Gigy – Laggiard, Directeur Administratif et Finance de SECP ;
- Youssef Djehane, avocat associé, BDGS Associés ;
- Françoise Etienne, Directeur de la Recherche Corporate, CM-CIC Securities ;
- Pierre Gervail, Directeur Opérations financières Paris, CM-CIC Securities ;
- Laura Mendez Rodriguez, Vice President Mergers and Acquisitions, Crédit Agricole CIB ;
- Amaud Saint-Mieux, Managing Director, Vice Chairman Mergers and Acquisitions ;
- Bruno Raffaelli, Analyst Mergers & Acquisitions, Crédit Agricole CIB ;
- Hervé Philippe, membre du Directoire, Directeur Financier, Vivendi ;
- Frédéric Crépin, Secrétaire Général, Vivendi ;
- Dominique Gibert, Directeur Financier adjoint, Vivendi ;
- Pierre Le Rouzic, directeur de la consolidation et du reporting financier Groupe, Vivendi ;
- Vincent Vallejo, Directeur de l'Audit et des risques, Vivendi ;
- Laurent Mairot, Directeur des relations investisseurs et du Corporate Development, Vivendi.

Associés en Finance s'est par ailleurs entretenu avec les actionnaires minoritaires ainsi qu'avec les investisseurs non actionnaires qui en ont fait la demande.

Le programme de travail a porté sur les éléments suivants :

- Analyse des documents de référence annuels et rapports semestriels de SECP depuis 2001 ;
- Analyse des budgets des années précédentes et du budget de l'année en cours et échanges sur le sujet avec le *management* ;
- Examen des principales conventions entre SECP et les autres entités du Groupe Canal+ / Vivendi et notamment de la convention de distribution avec Groupe Canal+ ;
- Examen de la convention avec le CSA ;
- Analyse des notes de *brokers* (Oddo) ;
- Examen des travaux des banques présentatrices de l'offre Crédit Agricole Investment Banking et CM-CIC Securities ;

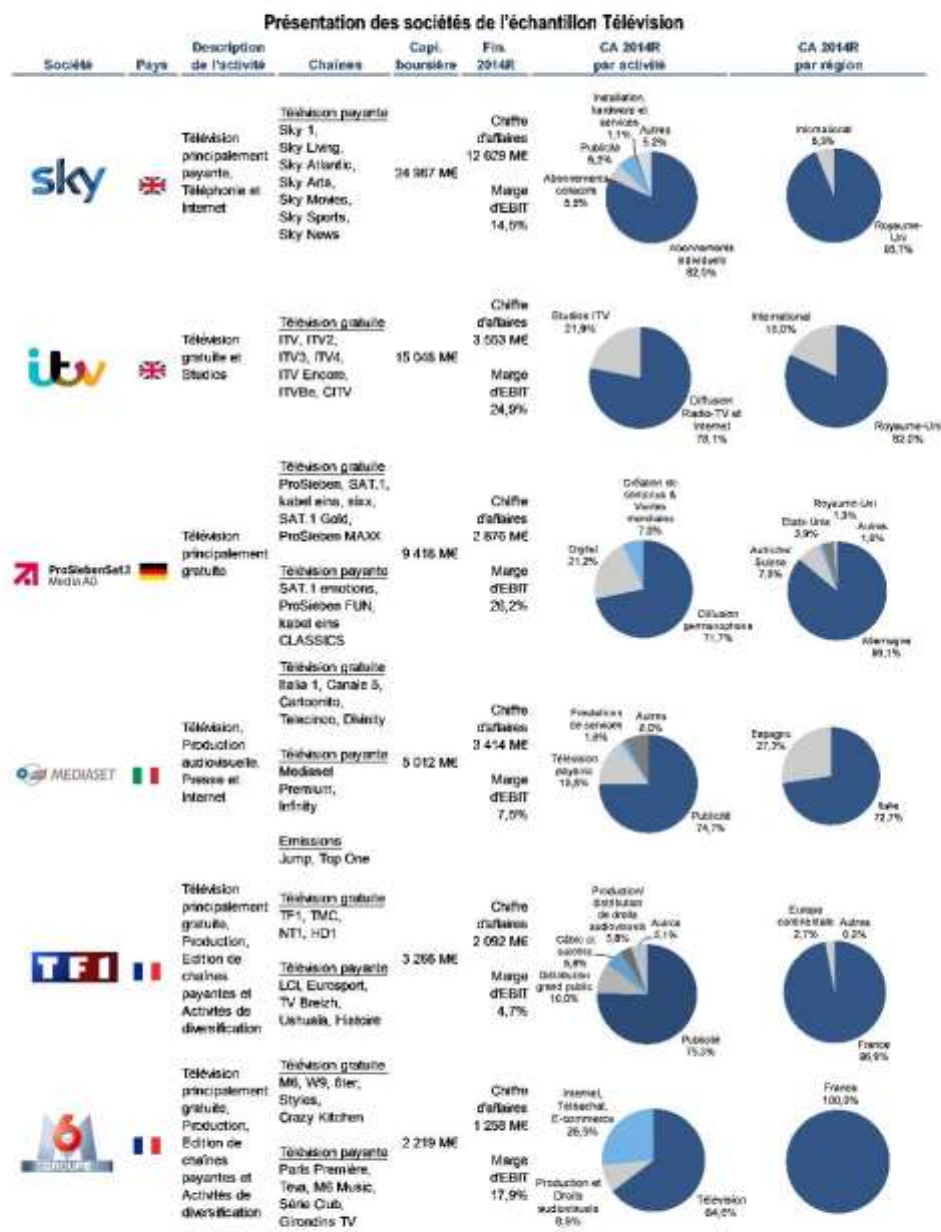
- Analyse du projet de note d'information déposée par Vivendi ;
- Analyse financière de SECP, comptes et stratégie ;
- Analyse de l'environnement technologique et concurrentiel ;
- Analyse des échéanciers des principaux droits sportifs ;
- Analyse de l'évolution de la trésorerie nette mensuelle par rapport à la trésorerie de fin d'année ;
- Analyse des ajustements de commission de distribution en fin d'année depuis 2001 ;
- Examen des transactions sur le titre ;
- Examen des éventuels instruments dilutifs ;
- Evaluation de la société selon une approche multicritères ;
- Entretiens avec les différentes personnes indiquées ci-dessus ;
- Analyse des transactions récentes sur les sociétés du secteur ;
- Examen / évaluation des éléments correctifs permettant le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres ;
- Revue critique des éléments d'appréciation du prix d'offre élaborés par les banques présentatrices ;
- Rédaction du rapport d'expertise devant être inclus dans la note en réponse.

En outre, les bases de données d'Associés en Finance (Trival) ou externes (Bloomberg, Capital IQ) ont été utilisées dans le cadre de cette attestation.

Calendrier de l'étude

Associés en Finance a été mandatée par la Société le 19 mai 2015. La mission d'Associés en Finance s'est déroulée du 20 mai 2015 au 25 juin 2015, avant de présenter le 26 juin 2015 son rapport au conseil d'administration de la Société se réunissant pour se prononcer sur l'offre de Vivendi. Au cours de cette période, Associés en Finance a eu des contacts réguliers physiques ou par téléphone avec les différentes personnes indiquées ci-dessus. Associés en Finance a en particulier participé au Comité Financier du 15 juin 2015, au cours duquel ce dernier s'est assuré que SECP avait mis en œuvre les diligences nécessaires en soutien à la mission d'expertise indépendante.

VIII. Annexe 2 : présentation des sociétés de l'échantillon TV et médias présentées dans la méthode indicative des comparables



Sources : sociétés, Capital IQ, analyse AEF/DA

Notes : capitalisation boursière moyenne sur 1 mois au 17-juin.-15 ; données financières calendarisées au 31 décembre

Présentation des sociétés de l'échantillon Médias

Société	Pays	Description de l'activité	Châsses	Capit. boursière	Fin. 2014R	CA 2014R par activité	CA 2014R par région
		Édition de chaînes spécialisées, principalement dans les documentaires	<u>Télévision payante</u> Discovery Channel, TLC, Velocity, Animal Planet, Eurosport, DMAX, Discovery Kids	19 481 M€	Chiffre d'affaires : 5 633 M€ Marge d'EBIT : 34,5%	Autres : 6,7% Publicité : 43,3% Commissions de distribution : 45,4%	International : 50,6% Euro-Usa : 49,2%
		Télévision, Radio et Production de programmes de divertissement	<u>Télévision</u> RTL Television, RTL-TV, RTL 8, Groupe M6 <u>Radio</u> RTL, Radio H <u>Émissions</u> American Idol, X Factor, America's Got Talent	12 574 M€	Chiffre d'affaires : 5 808 M€ Marge d'EBIT : 18,6%	Ventes de marchandises et Services de conservation : 7,2% Services professionnels : 4,6% Films, programmes et Autres Droits : 29,1% Publicité : 39,1%	Autres : 11,3% Royaume-Uni : 3,8% Suisse : 12,9% Euro-Usa : 10,3% France : 26,8% Allemagne : 37,1%
		Chaînes thématiques câblées (maison, jardinage, DIY, etc.)	<u>Télévision payante</u> HGTV, Food Network, DIY Network, Cooking Channel, Great American Country, Travel Channel	7 721 M€	Chiffre d'affaires : 2 396 M€ Marge d'EBIT : 39,2%	Autres : 1,3% Commissions de distribution : 30,2%	International : 5,4% Euro-Usa : 94,6%
		Chaînes câblées centrées sur le cinéma	<u>Télévision payante</u> AMC, IFC, WE tv, BBC America, SundanceTV, AMC Networks International, IFC Films	5 033 M€	Chiffre d'affaires : 1 956 M€ Marge d'EBIT : 29,1%	Commissions de distribution : 42,2%	Autres : 6,0% France : 14,3% Euro-Usa : 79,7%
		Télévision, Radio et Presse	<u>Télévision gratuite</u> TV3, TV6 <u>Télévision payante</u> TV1000, Viacat Sport 1 <u>Radio</u> Star FM <u>Presse</u> Metro International	1 861 M€	Chiffre d'affaires : 1 684 M€ Marge d'EBIT : 9,5%	Diversification, MTG, Radio : 18,2% Autres émissions : 6,5% Télévision payante : 43,2%	Royaume-Uni : 1,1% Autres : 9,8% Norvège : 18,7% Pays baltes, République Tchèque, Slovaquie : 17,0% Danemark : 21,3% Suède : 11,9%
		Télévision et Radio centrées sur l'information et Supports digitaux	<u>Télévision</u> BFM TV, BFM Business TV, RMC Découverte <u>Radio</u> RMC Sport, BFM Business Radio <u>Internet</u> Onet.com	477 M€	Chiffre d'affaires : 195 M€ Marge d'EBIT : 13,3%	Digital : 7,3% Autres : 1,1% Radio : 39,3%	France : 100,0%

Sources : sociétés, Capital IQ, analyse Associés en Finance

Notes : capitalisation boursière moyenne sur 1 mois au 17-juin-15 ; données financières calendrisées au 31 décembre

Nous avons examiné mais exclu deux autres sous-catégories de sociétés cotées pouvant présenter une certaine comparabilité avec SECP: d'une part les câblo-opérateurs et diffuseurs de télévision par satellite aux Etats-Unis (Comcast, Time Warner Cable, Charter Communications, Cablevision, DIRECTV, DISH Network) et d'autre part les groupes de divertissement aux Etats-Unis (The Walt Disney Company, Time Warner, 21st Century Fox, CBS Corporation, Viacom, Lionsgate, DreamWorks). Ces sociétés présentent un modèle économique, des niveaux de rentabilité et des perspectives de croissance bien différents, et sont exposées à un marché américain aux dynamiques spécifiques. Les câblo-opérateurs n'exploitent pas de chaîne de télévision propre mais diffusent un bouquet de chaînes de télévision tierces. Pour leur part, les groupes de divertissement sont des groupes diversifiés de taille bien plus importante, qui non seulement possèdent ou détiennent des participations dans des chaînes de télévision, mais ont également des activités de production de films, séries télévisées, et programmes de divertissement aux marges très différentes.

IX. Annexe 3 : détail des transactions intervenues dans le secteur

L'échantillon comprend les acquisitions des participations de 57,4% dans Sky Deutschland pour 3,6 Mds€ et de 100% dans Sky Italia pour 3,1 Mds€ par le groupe britannique Sky le 17 juillet 2014, qui ont été rachetées au groupe de divertissement 21st Century Fox, contrôlé par Rupert Murdoch. Le groupe Sky a lancé dans le même temps une offre publique d'achat sur les actions restantes de Sky Deutschland. Le 17 février 2015, Sky a déclaré avoir franchi le seuil de 96% du capital et a informé le management de Sky Deutschland de son souhait d'initier une procédure d'offre publique de retrait sur les 4% restant à un prix qui reste encore à définir, en accord avec le German Stock Corporation Act. Les multiples de transactions observés sur ces deux transactions ne sont toutefois pas significatifs, Sky Deutschland et Sky Italia ayant un résultat opérationnel négatif et quasiment nul respectivement. Ces deux transactions conduisent à la constitution d'un géant de la télévision payante en Europe⁴⁶.

Nous avons également analysé les transactions sur le capital du groupe britannique ITV. En novembre 2006, Sky avait pris une participation de 17,9% au capital d'ITV pour 1,4 Mds€, participation qui a dû être réduite à 7,5% sur la demande des autorités de régulation britanniques. Aussi Sky a cédé en février 2010 une participation de 10,4% dans ITV pour un montant de 224 M€ à un groupe d'investisseurs institutionnels. En juillet 2014, Sky a revendu une participation de 6,5% dans ITV pour 0,6 Mds€ à Liberty Global, le plus grand câblo-opérateur européen, contrôlé par John Malone et détenant notamment Virgin Media et une participation de 25,75% dans Charter Communications (3^{ème} câblo-opérateur américain). Cette cession de juillet 2014 s'est conclue à un multiple de 13,8x l'EBIT. Sky détient à ce jour encore environ 1,0% du capital d'ITV.

Deux transactions sur le capital de la chaîne sportive Eurosport ont été aussi retenues. En décembre 2012, le groupe de médias américain Discovery Communications a pris une participation de 20,0% au capital d'Eurosport pour 170 M€ alors détenu à 100,0% par TF1. En janvier 2014, Discovery Communications a racheté 31,0% supplémentaire pour 253 M€, soit une participation totale de 51,0% au capital de la chaîne sportive. Ces transactions se sont conclues respectivement à un multiple de 14,7x et 10,7x l'EBIT.

Le 7 juillet 2014, Telefónica a annoncé l'acquisition d'une participation de 11,1% au capital de Mediaset Premium, l'activité de télévision payante du groupe Mediaset, contrôlé par Silvio Berlusconi. Lancée en 2005, Mediaset Premium est centrée sur le football et le cinéma. Le groupe Mediaset ne communique que sur le chiffre d'affaires de Mediaset Premium (538 M€ en 2014 et 533 M€ sur les 12 derniers mois précédant l'annonce de la transaction). Cette opération, clôturée le 13 janvier 2015 pour un montant de 100,0 M€, correspond à l'objectif du groupe d'ouvrir le capital de Mediaset Premium à des investisseurs industriels et financiers en vue de mieux faire face à l'inflation des droits télévisés en Europe. La chaîne qatarie Al Jazeera était citée comme acquéreur potentiel mais semble s'être retirée au profit de Telefónica, compte tenu de son investissement dans la chaîne payante sportive Bein Sports en France.

Nous avons également sélectionné dans l'échantillon le rachat d'Astral Media, un groupe de médias canadien, qui était un acteur majeur de la télévision payante, détenant plusieurs chaînes francophones et anglophones diffusées au Canada et au Québec. Astral Media détenait par ailleurs plusieurs stations radio locales et était l'un des principaux acteurs dans l'affichage extérieur au Canada. La société a été rachetée en janvier 2012 pour 2,1 Mds€ par Bell Media, filiale de Bell Canada Entreprises (BCE), un groupe de télécommunications canadien. La transaction s'est faite sur un multiple de 11,0x l'EBIT.

⁴⁶ Toutes ces transactions se sont effectuées au sein du groupe Murdoch / 21st Century Fox, actionnaire principal de Sky.

Enfin, en mars 2013, le conglomérat américain des médias News Corp, contrôlé par Rupert Murdoch, a cédé sa participation de 43,7% au capital de Sky Network Television, le leader de la télévision payante en Nouvelle-Zélande, diffusant un bouquet d'une centaine de chaînes terrestres et par satellite. Les titres ont été cédés à un groupe d'investisseurs institutionnels pour un montant total de 515 M€. Actionnaire de référence de Sky Network Television depuis 1999, cette cession par News Corp est intervenue dans le cadre de la scission de ses activités de presse et de médias (télévision et cinéma), et dans un contexte où l'autorité de la concurrence néo-zélandaise scrutait la position monopolistique de Sky Network Television sur le marché de la télévision payante en Nouvelle-Zélande. Cette sortie de News Corp du capital de la société coïncide avec la sortie quatre mois plus tôt d'un autre actionnaire de référence, la famille Todd, qui a cédé sa participation de 11,1% pour 140 M€. Ces deux transactions se sont conclues respectivement à 11,5x et 12,2x l'EBIT.

Par ailleurs, nous montrons les transactions impliquant le groupe Canal+ à titre informatif car les conditions financières de ces opérations n'ont pas été rendues publiques.

En décembre 2011, Groupe Canal+ a conclu un partenariat stratégique avec TVN, la première chaîne gratuite polonaise, pour regrouper leurs bouquets de chaînes payantes en Pologne, respectivement Cyfra+ et le bouquet « n » de TVN, afin de créer la chaîne payante polonaise nc+. Dans le même temps, Groupe Canal+ a versé 277 M€ pour prendre une participation de 40,0% dans N-Vision, une holding contrôlant 52,45% de TVN. Les 60,0% restants de N-Vision étaient détenus par ITI Group, un conglomérat polonais dans les médias, actionnaire de contrôle de TVN. Et en 2015, Canal+ et ITI Group ont cédé leur participation conjointe de 100,0% dans N-Vision pour un montant de 584 M€ à Southbank Media, filiale britannique du groupe de médias américain Scripps Networks Interactive.

En octobre 2013, Vivendi a racheté la participation de 20,0% du capital de Canal+ France détenue par le groupe de médias français Lagardère pour 1,0 Mds€, Vivendi détenant à l'issue de l'opération la totalité du capital.

A titre informatif, nous montrons également les transactions concernant DTS (Distribuidora de Televisión Digital, SA), qui exploite la chaîne payante Canal+ Espagne. Ce bouquet numérique est né en 2002 de la fusion de deux plateformes de télévision payante, Sogecable (contrôlée par Groupe Canal+ et le groupe de médias espagnol PRISA) et Via Digital (contrôlée par Telefónica). Initialement baptisée Digital+, la chaîne a été renommée Canal+ en 2011. L'évolution de la détention du capital de DTS a été mouvementée au cours du temps, au fil des difficultés financières de PRISA et des entrées et sorties de Telefónica dans le capital de DTS. Les dernières opérations datent de 2014 : en mai 2014, Telefónica a racheté la participation de 56,0% détenue par PRISA pour 750 M€, augmentant sa participation au capital de DTS à 78,0% (cette opération étant finalisée en 2015). Également en 2014, Telefónica a racheté la participation de 22,0% détenue par Mediaset Espana pour un montant total de 325 M€ incluant un paiement de 30 M€ au titre de la renonciation à son droit de préemption pour racheter la participation de PRISA au capital de DTS. Telefónica détient à l'issue de ces opérations la totalité du capital de DTS.

X. Annexe 4 : Présentation détaillée du modèle TRIVAL®

Le modèle d'évaluation Trival d'Associés en Finance permet de mesurer l'évolution des paramètres d'évaluation des marchés financiers (primes de risque et d'illiquidité, primes de marché, taux d'intérêt, spread emprunteurs). Trival représente un prolongement du précédent modèle de la Droite de Marché, utilisé de 1977 à 2001.

1. *TRIVAL, modèle de coût des fonds propres*

La valorisation d'une entreprise sur le marché financier est la résultante de deux facteurs :

- des prévisions de flux ou cash-flows libres à moyen et long terme, qui sont dépendants des niveaux de marge, de croissance, d'intensité capitalistique de l'activité concernée et de structure financière cible ;
- d'un taux de rentabilité exigé par l'investisseur, lui-même fonction du niveau de risque anticipé de l'entité économique évaluée et de la liquidité de ses titres en bourse.

Trival est un modèle d'équilibre des actifs financiers. Les gérants institutionnels l'utilisent pour les aider à la fois dans l'allocation de portefeuille par grandes classes d'actifs (obligations, actions, titres risqués ou peu risqués, titres liquides ou peu liquides, etc.), et dans la sélection de titres individuels. Il est également utilisé par les différents évaluateurs dans le cadre d'opérations de marché ou de rapprochement d'entreprises. La particularité de Trival est de prendre en compte explicitement la liquidité à côté des deux paramètres « classiques » que sont la rentabilité et le risque anticipés. Il constitue une référence en matière de rentabilité attendue sur le marché actions, et corrélativement de primes de marché.

L'univers TRIVAL

Le modèle permet de faire cohabiter dans un même échantillon plus de 500 sociétés : environ 360 sociétés de la zone Euro et environ 150 sociétés hors zone euro (principalement des grandes sociétés nord-américaines ou européennes hors zone euro) de taille très différente, avec des flottants s'étageant de 30 millions € pour le plus faible à 660 milliards € pour le plus élevé (environ 165 milliards € pour le flottant le plus élevé parmi les sociétés de la zone euro).

Les paramètres de marché sont calculés à partir du sous-échantillon des valeurs de la zone Euro et mis à jour quotidiennement.

Le taux de rentabilité anticipé : l'actualisation des excédents de trésorerie disponibles pour les actionnaires

La rentabilité anticipée est basée sur le calcul des excédents de trésorerie disponibles pour les actionnaires, à partir de plans de développement élaborés par le bureau d'analyse financière d'Associés en Finance. Cette méthode, utilisée par l'ensemble des évaluateurs, permet d'englober dans la répartition des flux tant les dividendes que les rachats d'actions. Ces excédents de trésorerie sont déterminés par simulation des bilans compte tenu des besoins d'investissement et d'une structure financière normative. Celle-ci est liée à la volatilité de la valeur des actifs financés qui conditionne la plus ou moins grande confiance des prêteurs. Le coût de la

dette est composé d'un taux pivot affecté d'un écart de taux conforme à la notation de l'entreprise et du spread constaté sur le marché pour celle-ci.

Le modèle de simulation comporte trois périodes. La première vise à passer de la structure actuelle d'endettement à la structure cible, compte tenu de la capacité de croissance interne et externe de l'activité démontrée par la société considérée. La seconde fait converger les variables de rentabilité du groupe considéré vers celles de la moyenne de son secteur d'activité. La troisième période fait converger l'ensemble des secteurs de manière à observer une disparition de la rente économique et d'achever la simulation en calant la valeur finale sur la valeur comptable des fonds propres résiduels.

Le modèle prend en compte plus d'une vingtaine de variables par société. Son objectif est avant tout de faire ressortir les écarts sous-jacents de croissance d'activité, de rentabilité et d'utilisation des capitaux permanents entre les sociétés qui sont directement concurrentes, clientes, etc.

Les flux disponibles pour l'investisseur sont calculés après paiement de l'impôt sur les sociétés, des frais financiers et des flux de la dette, remboursements ou nouveaux emprunts. Le taux de rentabilité anticipé ressortant de ce calcul est donc un taux de rentabilité attendu sur les fonds propres exprimés en valeur de marché après impôt sur les sociétés, mais avant imposition de l'actionnaire.

De l'actif économique à l'actif financier coté

Les simulations microéconomiques sur un portefeuille d'actifs industriels ne correspondent pas toujours à la réalité financière et juridique de l'actif financier coté. Un premier ajustement passe par la prise en compte des intérêts minoritaires, des participations qui ne sont pas consolidées par intégration globale, et des plus et moins-values latentes sur actifs financiers. Un second ajustement passe par la prise en compte au niveau de la « part du groupe » des différents titres (actions ordinaires, actions préférentielles) et l'adoption d'un nombre d'actions normalisé.

Le taux de rentabilité anticipé est le taux d'actualisation qui rend la somme de la valeur actuelle des flux prévus et des ajustements liés aux comptes consolidés évoqués dans le paragraphe précédent égale à la capitalisation boursière. C'est donc un taux de rentabilité attendu sur les fonds propres exprimés en valeur de marché après impôts sur les sociétés mais avant imposition de l'actionnaire.

Le risque anticipé

Une des particularités des modèles développés par Associés en Finance est de se référer non pas à un coefficient bêta calculé ex-post à partir des cours de bourse mais à un risque anticipé. Les premiers présentent en effet l'inconvénient de coefficients de corrélation peu convaincants entraînant leur instabilité et leur faible significativité.

Le risque anticipé résulte de la combinaison d'un risque de prévision, d'un risque financier et d'un risque sectoriel.

Le *risque de prévision* correspond au degré de confort avec lequel l'analyste peut faire des projections pour l'avenir. Le *risque de prévision* est la perception externe de l'ensemble des facteurs de variabilité des bénéfices,

qu'ils soient liés à des facteurs internes à l'entreprise (produits, stratégie, qualité de gestion, qualité de l'information) ou à son environnement (concurrence dans le secteur, degré de réglementation). Il intègre une note qualitative propre au bureau d'analyse financière d'Associés en Finance représentant la synthèse de douze critères d'appréciation des forces et faiblesses de la société concernée. Il est directement lié à la variabilité anticipée des mouvements du cours de bourse de l'action concernée vis à vis de changements d'environnement économique ou des « surprises » sur les résultats. Le risque de prévision s'étage sur une échelle de 1 à 9, pour une note médiane de 5.

Le *risque financier* s'apparente aux notations des agences de rating financier. Le risque financier, qui s'étage sur une échelle croissante entre 1 et 5 (3 étant la note médiane), mesure la solidité de la structure financière et la capacité de la société à faire face à ses engagements financiers dans le cadre de son scénario de développement. Il tient compte, sur la base des flux prévisionnels élaborés par Associés en Finance, de la structure financière de la société (dettes sur valeur d'entreprise), de la taille et la volatilité des actifs, de la couverture des charges financières par l'exploitation et du nombre d'années de *cash flows* que représente la dette.

Le *risque sectoriel* correspond au bêta boursier de l'indice sectoriel auquel appartient la société analysée.

La liquidité

Elle est évaluée dans le modèle par la liquidité structurelle, à savoir le flottant, comme c'est désormais le cas dans la pondération des grands indices boursiers, et par la liquidité conjoncturelle. Le coefficient affecté à la liquidité est normé à un.

La liquidité structurelle s'exprime par le rapport de l'inverse du logarithme du flottant d'un groupe coté à la moyenne des inverses des logarithmes du flottant de chacune des sociétés de l'échantillon.

La liquidité conjoncturelle est appréhendée par l'inverse du logarithme du montant de capitaux négociables pour une variation de 1 % du cours.

Les sociétés sont rangées par ordre de liquidité décroissante –ou illiquidité croissante– afin d'obtenir une pente positive comme dans le cas de la prime de risque. Les valeurs très liquides ont un coefficient d'illiquidité inférieur à 1, les valeurs peu liquides ayant un coefficient d'illiquidité supérieur à 1.

L'ajout dans *Trival* du facteur liquidité dans la valorisation des actifs financiers apporte une réelle contribution. On constate en effet en général une indépendance entre le risque et la liquidité, c'est à dire que par sous-échantillon de liquidité le risque est invariant, et que par sous-échantillon de risque, la liquidité est également invariante.

La régression entre les taux actuariels obtenus et les deux attributs de risque relatif et d'illiquidité relative, permet de déterminer, compte tenu du niveau de risque opérationnel et de la taille de l'entité, le taux de rentabilité normalement exigé pour cette entreprise. C'est le coût des fonds propres.

Les paramètres obtenus par cette régression sont la prime de risque, la prime d'illiquidité, et un résidu. La prise en compte de la liquidité permet de mieux expliquer les valorisations, puisque le coefficient de détermination (R^2) de la double régression est en général supérieur à 65 % (75 % actuellement).

2. TRIVAL plan WACC : modèle d'estimation direct du coût moyen du capital

A partir des données calculées précédemment pour chacune des sociétés suivies et pour l'ensemble du marché actions, il est possible de calculer le coût moyen pondéré du capital (Wacc).

L'approche traditionnelle en la matière consiste à calculer le coût moyen pondéré du capital en fonction des proportions respectives du capital et de la dette par rapport au total de capitaux employés en valeur de marché (valeur d'entreprise = capitalisation boursière ajustée + dettes). Les résultats de cette méthode sont assez sensibles à la pondération respective accordée au financement par dette et au financement par capitaux propres.

Pour cette raison, Associés en Finance a développé une méthode directe d'estimation du coût moyen du capital : à partir des flux prévus pour chaque société déterminés selon la méthode décrite ci-dessus, il est possible de calculer directement le Wacc.

En pratique, à partir des projections de flux dans Trival, on régresse :

- Les taux actuariels obtenus en comparant les cash-flows (avant prise en compte des frais financiers et après impôt) à la valeur d'entreprise (capitalisation boursière ajustée et dettes) ;

- Les deux attributs que sont le risque opérationnel (à risque financier moyen) et la taille des actifs mis en œuvre. Le risque opérationnel est calculé selon la méthodologie exposée dans le paragraphe 1, à la différence près que la note de risque financier est bloquée à la note médiane 3 (le calcul est neutre dans un premier temps vis-à-vis de la structure financière : il s'agit de déterminer une valeur d'entreprise théorique avant prise en compte de la structure financière) et que les risques obtenus sont normés sur une moyenne de 1,0. La taille des actifs mis en œuvre est calculée à partir de la valeur d'entreprise (capitalisation boursière ajustée majorée des dettes).

L'ensemble des calculs du plan Wacc est effectué hors valeurs bancaires.

La régression entre les taux actuariels obtenus et les deux attributs de risque opérationnel et de taille des actifs, directement dérivés des éléments utilisés pour la détermination du coût des fonds propres (paragraphe 1), permet de déterminer, compte tenu du niveau de risque opérationnel et de la taille de l'entité, le taux de rentabilité normalement exigé pour cette entreprise. C'est le coût moyen pondéré des capitaux (Wacc).

Les paramètres obtenus par cette régression sont la prime de risque opérationnel, la prime de taille et l'ordonnée du plan. Le coefficient de détermination (R^2) de la double régression est actuellement de 70%.

Expertise Indépendante d'Associés en Finance se prononçant sur le caractère équitable du prix d'offre proposé aux actionnaires de Société d'édition de Canal+ (SECP) à l'occasion de l'Offre Publique d'Achat Initiée par Vivendi

**Addendum au rapport en date du 25 juin 2015 présenté au conseil d'administration de SECP du 26 juin
2015**

Vivendi a annoncé le 6 juillet 2015 sa décision de relever le prix de son offre publique d'achat de 7,60 € à 8 €. Ce relèvement du prix n'emporte aucun changement quant aux données de l'offre publique, telles que figurant dans le projet de note d'information déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers le 27 mai 2015.

Le nouveau prix d'offre fait ressortir une prime de 26,8% par rapport à la moyenne des cours de SECP sur trois mois au 12 mai 2015. Ce prix d'offre à 8 € s'établit au-dessus de la valeur centrale de la méthode retenue à titre principal dans nos travaux d'évaluation, soit une valeur de 7,67 € dans l'approche intrinsèque d'actualisation des flux de trésorerie générés (méthode *DCF to firm* ou *DCF to equity*), et dans la fourchette haute de cette valorisation intrinsèque (8,1 €).

Après prise en considération de cette amélioration du prix de l'offre publique, les conclusions auxquelles nous aboutissons dans notre rapport en date du 25 juin 2015 demeurent inchangées.

Paris, le 6 juillet 2015

Bertrand Jacquillat

Arnaud Jacquillat

Catherine Mayer

**Annexe 2 – Avis du Comité d’Entreprise de l’UES Canal+ et rapport de l’expert-comptable
nommé par le Comité d’Entreprise de l’UES Canal+**

1. Avis du Comité d’Entreprise de l’UES Canal+

Le Comité d’Entreprise de l’UES Canal+ a rendu le 25 juin 2015 l’avis suivant sur l’offre publique d’achat amicale initiée par Vivendi sur les actions de SECP :

« Les élus du comité d’entreprise ont pris connaissance du projet d’OPA de Vivendi sur les actions de la Société d’Edition de Canal Plus et remettent l’avis motivé suivant :

Les élus notent d’abord le caractère particulier de cette OPA, lié au fait que :

- *D’une part, contrairement à un schéma classique, l’OPA ne répond pas à une logique de prise de contrôle faisant porter des risques liés à une nouvelle stratégie ou à la volonté de réaliser des synergies avec les activités du repreneur,...*
- *d’autre part, l’auteur de l’offre, Vivendi, en tant qu’actionnaire à 100% de Groupe Canal+, a déjà sous sa responsabilité indirecte l’élaboration de la stratégie, les choix économiques, organisationnels et sociaux de la société cible.*

Pour autant, les élus souhaitent soulever deux points :

1. *Sur l’argumentaire financier présenté par l’initiateur de l’offre et sous tendant l’OPA : le directeur financier indique que le groupe dispose de disponibilités très importantes et peu rémunérées (environ 0,5 %) qui seraient mieux utilisées en rachetant les parts de la SECP, du fait en particulier de l’économie réalisée sur les dividendes versés, qui représenteraient un rendement d’environ 3,5 %.*

Sur le sujet, les élus s’étonnent de la comparaison de la rentabilité d’un investissement à celle d’une trésorerie non utilisée et espèrent que la direction du Groupe Canal + est à même de présenter à la direction de Vivendi des projets d’investissements présentant un rendement supérieur à 3,5%.

En tout état de cause, dans le contexte particulier actuel, les élus se tiennent à disposition de la direction pour lister les besoins en termes de postes, équipements, salaires, investissements, rachats de prestataires et de sociétés de productions, etc. qui auraient le double avantage de préserver l’emploi, améliorer les conditions de travail, la reconnaissance de l’implication des salariés, ... et d’utiliser à bon escient une partie de la trésorerie disponible du groupe Vivendi, sur des sujets autres que la seule rémunération des actionnaires ;

2. *Indépendamment de la présentation discutable de la logique financière, les élus ne comprennent pas que Groupe Canal + ne soit pas l’initiateur de l’OPA en lieu et place de Vivendi.*

En effet, en l’absence d’autres arguments que ceux exposés par Vivendi à l’AMF ou devant cette instance, il aurait été plus logique que le rachat soit réalisé par Groupe Canal+ qui détient déjà 48,5% des parts de la SECP. Le schéma envisagé complexifie l’organisation juridique du groupe, alors que la direction souligne fréquemment la nécessité de la simplifier, et déconnecte l’organisation juridique du groupe de son organisation opérationnelle.

De plus, le transfert, en cas de succès de l’OPA, de la propriété d’un actif central (Canal+) du groupe Canal+ à Vivendi suscite des interrogations sur les objectifs poursuivis et les éventuelles évolutions à venir sur l’organisation et la gouvernance du périmètre du Groupe Canal +.

Les élus s'attacheront en conséquence à s'assurer que les engagements relatifs à l'absence de conséquences sociales liées au projet prises dans le projet de note AMF soient respectées, et que l'intégrité du périmètre actuel du Groupe Canal+, les avantages sociaux dont bénéficient les salariés de la SECP au sein de l'UES, ... ne soient pas remis en cause par le projet d'OPA.

Ils demandent à ce que la convention de distribution ne soit pas dénoncée. Dans le cas où elle le serait tout de même, ils demandent à ce qu'il n'y ait aucune répercussion négative pour les salariés au niveau du montant de la participation et que celui-ci reste identique à ce qu'il serait dans la configuration actuelle.»

2. Rapport de l'expert-comptable nommé par le Comité d'Entreprise de l'UES Canal+



Note sur l'Offre Publique d'Acquisition
de Vivendi sur la SECP

Commission économique
du 23 juin 2015

GROUPE CANAL
1, PLACE DU SPECTACLE
92863 ISSY LES MOULINEAUX CEDEX 09

Mesdames, Messieurs,

Nous avons été désignés par les élus du Comité de les élus du Comité d'Entreprise de l'UES Canal+, en date du 21 mai 2015, pour les assister sur l'analyse de l'OPA réalisée par Vivendi sur la SECP dans le cadre de l'article L.2325-35.

Cette désignation a fait l'objet d'une lettre de mission passée avec le Comité d'Entreprise en date du 3 juin 2015 et d'un courrier à la Direction de groupe Canal+ en date du 5 juin 2015.

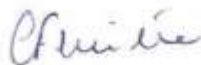
Comme convenu dans la lettre de mission, étant donné le contexte particulier de l'OPA et contrairement aux rapports et analyses habituellement rendus sur ces sujets, cette note a été limitée à un résumé succinct des sujets abordés sur 2^{ème} point de notre mission (valorisation, enjeux financiers et gouvernance / organisation)

Nous nous sommes appuyés pour la réalisation de cette note sur :

- De la documentation externe à l'entreprise (documentation AMF, texte de lois, avis Conseil d'Etat, articles de presse, ...)
- De la documentation interne (rapports financiers, tableaux de reporting, organigrammes juridiques ...)
- D'entretiens avec Messieurs Belmer, Castaing et de Chavaignac que nous remercions pour leur disponibilité, ainsi que l'ensemble des personnes qui ont facilité l'organisation de cette mission

Nous remercions les élus du Comité d'Entreprise pour la confiance renouvelée qu'ils nous témoignent.

Nous nous tenons à votre disposition pour vous apporter toutes explications complémentaires et approfondir les points que vous estimeriez nécessaires et vous prions de recevoir l'expression de notre meilleure considération.



Catherine Ferrière
Expert comptable

Paris, le 23 juin 2015

Vincent Charpenet
Marie saunier

PRÉAMBULE : RAPPELS SUR LE CADRE LÉGAL DE L'INFORMATION/CONSULTATION DU COMITÉ D'ENTREPRISE (1/3)

- Convocation de la première réunion d'information sur l'OPA :
 - Article L.2323-21 du Code du travail :
 - « Lors du dépôt d'une offre publique d'acquisition, l'employeur de l'entreprise sur laquelle porte l'offre et l'employeur qui est l'auteur de cette offre réunissent immédiatement leur comité d'entreprise respectif pour l'en informer. [...] »
 - Au cours de la réunion du comité de l'entreprise qui fait l'objet de l'offre, l'employeur indique si l'offre a été sollicitée ou non. Le comité d'entreprise décide s'il souhaite procéder à l'audition de l'auteur de l'offre et désigner un expert-comptable dans les conditions prévues à l'article L.2325-35. Il peut également se prononcer sur le caractère amical ou hostile de l'offre. »
 - Article L.2323-23-1 du Code du travail :
 - « I. — A la demande de l'employeur auteur de l'offre, l'employeur de l'entreprise sur laquelle porte l'offre peut réunir son comité d'entreprise dans les deux jours ouvrables suivant l'annonce de cette offre. Les articles L. 2323-21 à L. 2323-23 s'appliquent. Les délais prévus à ces mêmes articles courent à compter de l'annonce de l'offre. [...] »
- L'audition du repreneur :
 - Article L.2323-21-1 du Code du travail
 - L'audition de l'auteur de l'offre mentionnée au dernier alinéa de l'article L.2323-21 se tient dans un délai d'une semaine à compter du dépôt du projet d'offre publique d'acquisition.
 - Lors de son audition, l'auteur de l'offre peut se faire assister des personnes de son choix. Il présente au comité d'entreprise sa politique industrielle et financière, ses plans stratégiques pour la société concernée et les répercussions de la mise en œuvre de l'offre sur l'ensemble des intérêts, l'emploi, les sites d'activité et la localisation des centres de décision de cette société.
 - Le comité d'entreprise peut se faire assister de l'expert-comptable désigné en application du dernier alinéa du même article L.2323-21.

PRÉAMBULE : RAPPELS SUR LE CADRE LÉGAL DE L'INFORMATION/CONSULTATION DU COMITÉ D'ENTREPRISE (2/3)

- Réunion de consultation et avis du comité :
 - Article L.2323-23 :
 - « I. — *Préalablement à l'avis motivé rendu par le conseil d'administration ou le conseil de surveillance sur l'intérêt de l'offre et sur les conséquences de celle-ci pour la société visée, ses actionnaires et ses salariés, le comité de l'entreprise faisant l'objet de l'offre est réuni et consulté sur le projet d'offre. Au cours de cette réunion, il examine le rapport établi par l'expert-comptable en application de l'article L.2323-22-1 et peut demander la présence de l'auteur de l'offre.*
 - *Le comité d'entreprise émet son avis dans un délai d'un mois à compter du dépôt du projet d'offre publique d'acquisition. En l'absence d'avis dans ces délais, il est réputé avoir été consulté.*
 - *L'avis du comité d'entreprise ainsi que le rapport de l'expert-comptable sont reproduits dans la note en réponse établie par la société faisant l'objet de l'offre ou, s'il y a lieu, dans la note d'information commune établie par l'auteur de l'offre et la société faisant l'objet de l'offre. [...]* »
 - ☞ Cf. remarque infra. sur le rapport
- Rapport de l'expert-comptable du comité :
 - Article L.2323-22-1 :
 - « *L'expert-comptable désigné en application du dernier alinéa de l'article L.2323-21 établit un rapport qui évalue la politique industrielle et financière et les plans stratégiques que l'auteur de l'offre envisage d'appliquer à la société objet de l'offre, ainsi que les répercussions de leur mise en œuvre sur l'ensemble des intérêts, l'emploi, les sites d'activité et la localisation des centres de décision de cette dernière société. [...]* »
 - ☞ Sans objet réel dans le cadre de cette intervention, du fait du contexte particulier de l'OPA (l'auteur de l'offre étant l'actionnaire actuel de Groupe Canal+) et des modalités décidées avec les représentants du CE dans le compte rendu de notre mission

PRÉAMBULE : RAPPELS SUR LE CADRE LÉGAL DE L'INFORMATION/CONSULTATION DU COMITÉ D'ENTREPRISE (3/3)

- Suivi des engagements formulés par le repreneur :
 - Article L.2323-26-1:
 - *Si, à l'issue de l'offre publique, l'auteur de l'offre a acquis le contrôle de l'entreprise faisant l'objet de l'offre au sens des articles L. 233-1, L. 233-3 et L. 233-16 du code de commerce, il **rend compte au comité d'entreprise de cette société, au cours du sixième, du douzième et du vingt-quatrième mois suivant la clôture de l'offre, de la manière dont il a mis en œuvre les déclarations d'intention et, le cas échéant, les engagements qu'il a pris auprès du comité d'entreprise**, dans le cadre des auditions prévues aux articles L. 2323-21-1 et L. 2323-23 du présent code, en matière d'emploi, de maintien des sites d'activité et de localisation des centres de décision exprimés dans la note d'information mentionnée au IX de l'article L. 621-8 du code monétaire et financier. [...]* »

NOTE

UNE OPA À ANALYSER AU REGARD DU CONTEXTE PRÉCÉDANT L'OPÉRATION ... (1/2)

- Une « prise de contrôle » sur le groupe Vivendi en 2 ans 1/2
 - Septembre 2012 : Rachat par Vivendi de D8/D17
 - ☞ Payé en actions Vivendi (représentant une part additionnelle de 1,7% du capital de Vivendi : s'ajoutant aux actions déjà détenues par le groupe Bolloré (1,1% fin 2011))
 - Fin octobre 2012 : franchissement seuil de 5%
 - ☞ Vincent Bolloré entre au Conseil de surveillance en décembre 2012
 - Novembre 2013 : annonce réorganisation du groupe et scission prévue avec SFR en novembre 2013
 - ☞ Le conseil annonce que Vincent Bolloré sera président du Conseil de surveillance après la scission
 - Fin juin 2014 : accord cession SFR (qui aura lieu en novembre 2014 pour les premiers 80%)
 - ☞ Vincent Bolloré devient président du conseil de surveillance
 - Mars - avril 2015 : renforcement du contrôle avant AG d'avril 2015 suite aux prises de position de PSAM
 - ☞ Entre le 2 mars et le 9 avril 2015 : **passage de 5,15 % du capital à 14,52 % du capital**
 - ☞ AG du 17 avril : Tarak Ben Ammar et Dominique Delport nouveaux membres du Conseil, la loi Florange sera appliquée (droits de vote double sur titres détenus depuis plus de 2 ans à partir de 2016)

UNE OPA À ANALYSER AU REGARD DU CONTEXTE PRÉCÉDANT L'OPÉRATION ...(2/2)

- Stratégie : cessions d'actifs et recentrage des activités du groupe, « **transformation** de Vivendi en un groupe **industriel intégré dans les médias et les contenus** » (rapport annuel 2014)
 - Passage de 6 pôles et 29 Mds € de CA (Maroc Telecom / SFR / Activision Blizzard / GVT / Universal / GC+) à 2 pôles principaux (GC+ / Universal Music) et 10 Mds € de CA
 - Désendettement du groupe et marges de manœuvre financières inédites :
 - 29 Mds € de Chiffre d'Affaires et 13 Mds M€ d'endettement net fin 2012
 - 10 Mds € de CA en 2014 et ~5 Mds € de disponibilités nettes fin mars 2015 (avant cessions GVT et 20% SFR)
- Des disponibilités financières utilisées pour :
 - **Rémunérer les actionnaires** : distribution annoncée de 6,75 Mds € de dividendes à la suite des projets de résolution de PSAM (annoncés et / ou réalisés : ~1,35 Md € en avril 2015, ~1,35 Md € Q4 2015, ~1,35 Md € Q1 2016, ~1,35 Md € Q2 2016, ~1,35 Md € Q2 2017),
 - **Réaliser des acquisitions ciblées et opportunes en lien avec le nouveau périmètre d'activité** : « le produit de ces trois cessions doit aussi et surtout doter Vivendi de nouveaux moyens pour se renforcer dans les médias et les contenus » - *Rapport annuel 2014* -
- **Un changement de gouvernance impactant pour Groupe Canal+**
 - Passage d'un fonctionnement avec un actionnaire / holding et des sous groupes / entités conservant une autonomie importante dans l'élaboration de leur stratégie et la conduite de leur activité ...
 - ... à une direction de type « industrielle » : volonté d'avoir un fonctionnement opérationnellement plus intégré caractérisé par la création de pôles transverses, la recherche de synergies entre pôles et par une direction du groupe plus « interventionniste » dans la stratégie de ses pôles d'activité

... ET DE L'ARGUMENTAIRE PRÉSENTÉ : RÉPONSE AUX EXIGENCES DES MINORITAIRES, LOGIQUE STRATÉGIQUE , ...

- Motivation indiquée dans le projet de note « AMF » : réponse à une demande exprimée par les minoritaires, d'avoir une faculté de liquidité sur les titres
 - Demande remontée lors des road show investisseurs, AGA, sites relations actionnaires, ... d'après audition du directeur financier de Vivendi le 03 juin 2015
- Logique interne présentée au cours des entretiens :
 1. Un rachat en ligne avec la stratégie du groupe ... : « renforcement » sur les médias en ligne avec recentrage entamé du groupe
 - « L'ouverture » du capital de la SECP était liée aux dispositions réglementaires de 1986
 - Mars 2009 : pour faciliter le développement de la TNT, le seuil d'audience de l'article 39 de la loi de 1986 passe de 2,5% à 8 %. Extraits nouvel article : « *une même personne physique [...] ne peut détenir, directement ou indirectement, plus de 49 % du capital ou des droits de vote d'une société titulaire d'une autorisation relative à un service national de télévision diffusé par voie hertzienne terrestre dont l'audience moyenne annuelle [...], dépasse 8 % [...]* »
 - D'après nos entretiens : rachat envisagé depuis 2009 (après la modification de la loi sur l'audiovisuel de 1986) mais l'investissement requis n'était pas prioritaire étant donné la situation du groupe (endettement Vivendi, autres priorités d'investissement sur le Groupe Canal+ : Pologne, Studio, ...)
 - Remarque : le rachat ne répondant pas à une problématique d'un renforcement du contrôle sur la SECP, le groupe disposant déjà du pouvoir avec son % de détention, l'actif étant par ailleurs « protégé » par une convention de distribution avec Groupe Canal+ valable jusqu'en 2050, elle-même liée à la convention CSA de la chaîne (pas de risque de perte de contrôle sur le flottant)

..., POLITIQUE ET LOGIQUE FINANCIÈRES (1/2)

○ Logique interne présentée (suite) :

2. ... et une utilisation opportune de la trésorerie du groupe

- ☞ Stratégie financière présentée par le directeur financier du groupe Vivendi : utilisation opportune de la trésorerie avec un rendement largement supérieur aux placements actuels des disponibilités

▪ Contexte financier du groupe Vivendi :

- ☞ Des disponibilités importantes : les disponibilités brutes à fin mars 2015 étaient de 7,1 Mds d'euros (non retraitées de la dette de 2,3 Mds €), avant prise en compte de la cession de GVT (4,7 Mds de cash attendu), des 20 % restant de SFR (3,9 Mds €) et de la distribution aux actionnaires
- ☞ Peu rémunérées : trésorerie placée entre 0,3% et 0,8% d'après l'audition du directeur financier de Vivendi en séance du CE du 3 juin 2015
- ☞ Coût trop élevé des actifs actuels ciblés : recherche de cibles médias et contenus en lien avec sa stratégie contrariée par une valorisation actuelle élevée de ces dernières (cours boursiers élevés, « bulle spéculative » pour le directeur financier de Vivendi)

▪ La sortie des minoritaires : une « acquisition » logique et plus rémunératrice

- Investissement que représente la SECP : **500 M€ en cas d'apport des 51,5 % à comparer à**

i. L'économie des dividendes versés sur flottant :

16,3 M€ versés en 2014 (à noter 5% fiscalement réintégrables première année quasi « sans effet » du fait des déficits reportables et crédits d'impôts existants au niveau de Vivendi), ce qui représente un rendement de 3,3% vs au mieux 0,8 % actuellement pour la trésorerie (soit ~4 M€ sur 500 M€)

Dans le cas d'un apport limité de titres => limitation d'autant (en valeur, écart de rendement équivalent) de l'économie générée (avec à la marge, la réintégration de 5% des dividendes distribués dans les revenus imposables du fait de la non intégration fiscale)

... POLITIQUE ET LOGIQUE FINANCIÈRES (2/2)

○ Logique interne présentée : ... et une utilisation opportune de la trésorerie du groupe (suite)

i. L'économie des dividendes versés sur le flottant (suite) :

▪ Remarques :

- ☞ La stratégie financière telle que présentée relève d'une position discutable, revenant à comparer le rendement à celui d'une trésorerie « dormante », et non à celui potentiellement supérieur à 3,3% d'un investissement sur un autre actif en lien avec la stratégie du groupe
- ☞ Cela dit, l'investissement envisagé (500 M€ pour la totalité du flottant) n'obère « qu'à la marge » la capacité du groupe à réaliser les investissements qu'il jugera nécessaires à la mise en place de sa stratégie et ce, d'autant plus que le groupe dispose d'une réserve d'endettement potentielle conséquente, avec un coût de la dette actuellement nettement inférieur à 3,3 %

ii. Economies liées le cas échéant à l'intégration fiscale :

Possibilité d'affecter les déficits reportables de Vivendi (fin 2014, selon rapport annuel : 1,4 Mds € de déficits et crédit d'impôts reportables) sur 50% du résultat imposable intégré de la SECP

- ☞ Sur la base d'un résultat imposable d'~72 M€ (SECP 2014) et d'un taux théorique à 38 % : ~6 M€ d'économies
- ☞ Remarque : sous réserve que Vivendi contrôle plus de 95% de la SECP à l'issue de l'OPA pour permettre l'intégration fiscale

iii. Autres en cas de retrait obligatoire (> 95%) :

Economies / avantages non chiffrés liés au fait que la société ne serait plus cotée (rapport annuel, rapport développement durable, AGA, diverses obligations AMF et communication / relation actionnaires, moindre contrôle sur les conventions intra-groupe (plus de risque de léser les minoritaires), ...)

LA SECP : PLACE ET RÉSULTATS AU SEIN DU GROUPE CANAL +

- Organigramme juridique simplifié Groupe

Canal+ et SECP

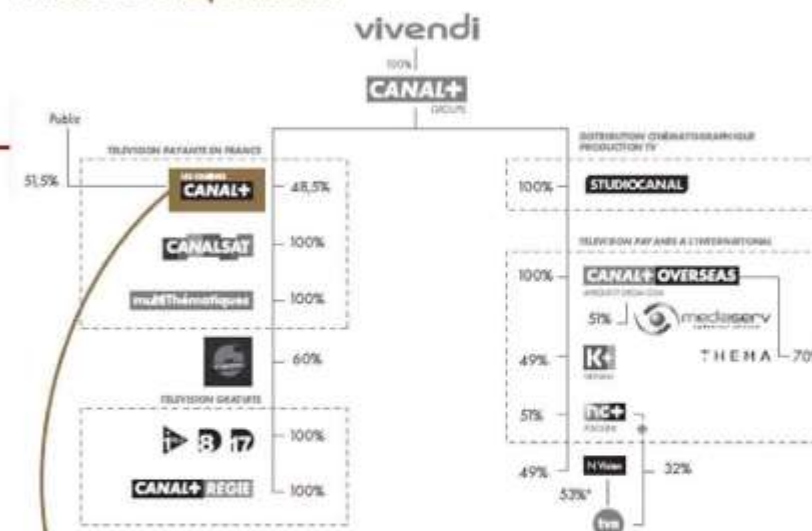
BANQUE DELEN / CAMP DELEN ASSET MANAGEMENT	11,48%
GROUPE CM-CIC	3,07%
APOLLO CAPITAL MANAGEMENT LP	2,25%
NORGES BANK INVESTMENT MANAGEMENT (NBIM)	2,21%
INTERNATIONAL VALUE ADVISERS, LLC	2,02%
ROTHSCHILD & Co GESTION	1,14%
COVEA FINANCE	1,05%
GRUSS ASSET MANAGEMENT, LP	1,02%
SOCIETE HOSPITALIERE D'ASSURANCE	0,77%
QVT FINANCIAL, LP	0,71%
AUTODETENTION	0,04%
AUTRES	25,77%

Résultats consolidés 2014

- Chiffre d'Affaires : 1 830 M€
- Résultat Opérationnel (= borne basse convention de distribution) : 65 M€
- Cf. remarque sur convention de distribution dans la suite de la note
- Résultat net : 40 M€
- Effectif fin 2014 : 825 (~1/4 effectifs UES)
- 725 CDI (cf. détail p. suivante)
- 90 CDD (cf. détail p. suivante)

SECP au sein du Groupe CANAL+

Activités du Groupe CANAL+



Entités juridiques dépendant de SECP



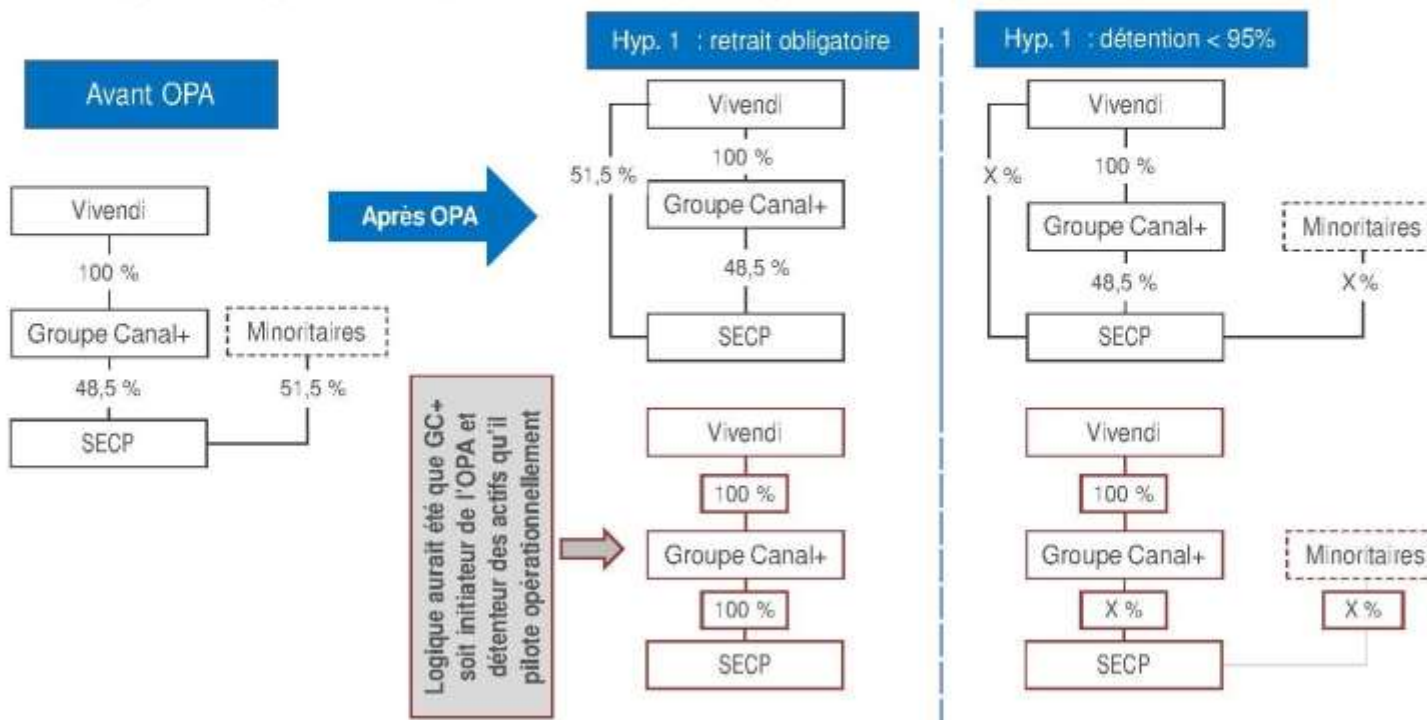
LA SECP : LES EFFECTIFS AU 31/12/2014

- 90% de l'effectif de la SECP est réparti entre l'édition (payant) et la technique Edition
- La SECP représentant ~25 % de l'effectif CDI de l'UES et 70% de celui du pôle édition payante, ~45 % de la direction technique

Effectifs SECP par pôles et directions 31/12/2014	Types de contrat				Total général	En % du Total	Pour info : CDI par direction
	Apprentissage et contrat pro	CDD	CDDU	CDI			
CANAL+ OVERSEAS				2	2	0,2%	1 513
D8/ D17	7			4	11	1,3%	205
Fonctions supports D8 - D17	1				1		8
Nouveaux Contenus D8 - D17	1				1		3
Pôle Gratuit - Antenne et Programme				1	1		53
Pôle Gratuit - Direction				1	1		7
Pôle Gratuit - Production	1				1		10
Technique D8 - D17	4			2	6		120
DISTRIBUTION (Canal OTT)	5	8		27	40	4,9%	919
DTSI	5	1		269	275	33,7%	605
Technique Distribution				1	1		82
Technique Edition	5	1		268	274		284
EDITION (Direction)				3	3		
EDITION - TV PAYANTE	20	3	19	414	456	56,0%	607
Administration des contrats				16	16		16
Chaînes Thématiques	2			5	7		58
Cinéma	1		1	43	45		77
Direction Edition TV Payante				3	3		8
Fictions / Documentaires				21	21		23
Flux	1			31	32		91
Marketing Edition	3			11	14		14
Programmat./Opérations/Découverte		2		95	97		131
Sports/ Acquisitions	13	1	18	189	221		189
I>TELE	15			5	20	2,5%	147
Production	2			5	7		19
Rédaction	13				13		125
REGIE PUBLICITAIRE	7				7	0,9%	112
SECR.GENER. / JURIDIQUE				1	1	0,1%	52
Total général	59	12	19	725	815	100%	

UNE QUESTION : POURQUOI L'AUTEUR DE L'OFFRE N'EST PAS GROUPE CANAL + QUI DÉTIENT DÉJÀ 48,5 % DE LA SECP ?

- La réponse de la direction de Vivendi : Vivendi dispose de la trésorerie
 - Peu convaincante dans un groupe fiscalement intégré fonctionnant en cash pooling, d'autant plus qu'elle reviendra à complexifier la structure juridique du groupe et à « désaligner » l'organisation juridique et l'organisation opérationnelle (la SECP étant intégrée au pôle édition du groupe Canal+) :



- En l'absence d'incidence fiscale notable d'après les éléments recueillis pour le choix de l'une ou l'autre entité, l'explication pourrait renvoyer à d'autres considérations non exprimées

VIVENDI COMME INITIATEUR DE L'OFFRE : DES CONSIDÉRATIONS JURIDIQUES ET DE CONTRÔLE ? (1/2)

- Une question éventuelle à la lecture des événements récents : **la propriété de l'autorisation relative à un service de télévision numérique terrestre hertzienne, comme protection au pouvoir des actionnaires extra-communautaires**

- **Rappel du contexte :**

- Menace de PSAM en préparation de l'AG d'avril 2015 de faire passer 2 résolutions pour exiger 9 Mds € de dividendes en 2015
- Réponse résumée de Vivendi (selon une interprétation contestable selon beaucoup de l'article 40 de la loi sur l'audiovisuel) :

Si les minoritaires extracommunautaires **rassemblent plus de 20% des droits de vote à l'AGA**, il y a un risque de perte de l'autorisation, auquel cas, le groupe serait amené à demander une indemnisation pour préjudice auxdits minoritaires ... évaluée entre 5 Md€ et 9 Md€ ...

- Débats autour de l'interprétation de l'article 40 (cf. infra) et de l'application du seuil **de 20% en cas de détention indirecte** (comme c'est le cas pour Vivendi qui détient l'autorisation via Groupe Canal+) :

Position Conseil d'Etat de juin 2002 conduirait à qualifier Vivendi, actionnaire de Groupe Canal+, d'extracommunautaire seulement s'il était contrôlé par des actionnaires extracommunautaires, i.e. **50% +1 voix lors de son AGA**

- Pour information : extrait de l'article 40 de la loi relative à la liberté de communication

« Sous réserve des engagements internationaux souscrits par la France, aucune personne de nationalité étrangère ne peut procéder à une acquisition ayant pour effet de porter, directement ou indirectement, la part du capital détenue par des étrangers [note : les jurisprudences ont précisé extra-communautaire] à plus de 20 % du capital social ou des droits de vote dans les assemblées générales d'une société titulaire d'une autorisation relative à un service de radio ou de télévision par voie hertzienne terrestre assuré en langue française »

VIVENDI COMME INITIATEUR DE L'OFFRE : DES CONSIDÉRATIONS JURIDIQUES ET DE CONTRÔLE ? (2/2)

- Une question éventuelle à la lecture des événements récents (suite) :

- **Idée :**

Bien que Vivendi soutienne que le seuil de 20% devrait déjà s'appliquer, en devenant le détenteur direct de l'autorisation via l'OPA sur la SECP, la direction renforcerait clairement sa position juridique en s'affranchissant de l'interprétation liée au seuil à retenir en cas de détention indirecte.

Elle utiliserait les dispositions réglementaires existantes selon le principe de la « pilule empoisonnée », comme rempart à une prise de contrôle hostile.

Pour être considéré comme le détenteur direct de la licence, Vivendi doit, toutes choses égales par ailleurs, procéder à un retrait de la cote (et donc détenir, après l'OPA, plus de 95% des actions).

Dans le cas inverse, l'atteinte de l'objectif nécessiterait un transfert de tout ou partie des parts de la SECP actuellement détenues par Groupe Canal+ au bénéfice de Vivendi.

- **Remarque**

Avec l'application de la loi Florange, et en considérant que le seuil des 20% s'appliquerait à l'issue de l'opération, le groupe Bolloré disposerait avec ses parts actuelles dans Vivendi (15%) d'une marge de manœuvre dans le contrôle du groupe vis-à-vis d'acteurs étrangers : ces derniers ne pouvant dépasser 20% des votes, une détention de 10% du capital (sur une durée de plus de 2 ans) serait alors suffisante pour s'assurer du contrôle du groupe (possibilité en cas de besoin de revendre / échanger une partie de ses actions (en remboursement d'un emprunt par exemple))

- Sur le cas particulier du conflit avec PSAM, on retiendra qu'un accord sur le versement de 6,7 Mds € d'ici 2017 a finalement été trouvé (cf. détail indiqué précédemment), représentant un effort additionnel de 1 Md € par rapport aux annonces précédentes

VIVENDI COMME INITIATEUR DE L'OFFRE : UNE REMISE EN CAUSE DES CONTOURS DE GC+ ? (1/3)

- Jusqu'à peu et sauf exception (réglementaires ou autres), le Groupe Canal + disposait de la « propriété » des actifs nécessaires à l'exercice de son activité :
 - Il y avait, dans la mesure du possible, un alignement de l'organisation juridique et opérationnelle, démarche classique dans une recherche d'efficacité et d'optimisation opérationnelle et financière (moindre refacturations internes, ...)
 - Remarques :
 - Certaines opérations ont pu se faire par le biais de Vivendi (exemple chaînes D8 / D 17 du fait de la rémunération en actions Vivendi), mais l'accord avait prévu le transfert « dès que possible » des actions à Groupe Canal+
 - Seule exception à notre connaissance, l'acquisition en Allemagne de Tandem en 2012 et la filiale Studio Gmbh détenues par Vivendi pour des raisons fiscales selon les informations communiquées à l'époque
- Depuis peu et en parallèle avec une réorganisation en cours du « nouveau Vivendi » (création Vivendi Contents, ...), certains actifs « exploités » par le groupe Canal+ sont directement rattachés à Vivendi ou à une de ses filiales hors périmètre GC+
 - Outre l'OPA sur la SECP (qui pour mémoire inclut NPA Prod), on peut citer les opérations envisagées via la filiale Vivendi Entertainment du pôle Vivendi Contents, dont la vocation serait de détenir des sociétés de Production de « formats de flux » (Flab Prod, Studio + ou autres) dont les productions actuelles sont très largement destinées à Canal+
 - Remarque : comme pour l'OPA sur la SECP, la volonté de ne pas endetter GC+ a été avancée pour expliquer le choix de ne pas rattacher ces actifs au périmètre opérationnel dont ils dépendent - « ne pas handicaper les résultats comptes d'exploitation des sociétés courantes par certains investissements à long terme, en lui faisant porter des investissements à long terme » selon Bertrand Méheut - avec les mêmes limites que celles exposées précédemment (plus encore dans le cas du rachat interne des 49% de Flab Prod à Groupe Canal+)

VIVENDI COMME INITIATEUR DE L'OFFRE : UNE REMISE EN CAUSE DES CONTOURS DE GC+ ? (2/3)

- ☞ Dans ce contexte de réorganisation de Vivendi et de changement dans la gouvernance du groupe, le choix de Vivendi en tant qu'initiateur de l'offre interpelle :
 - Ce choix doit-il être analysé comme la volonté d'accompagner un changement d'organisation du groupe Vivendi intégrant plus en profondeur l'organisation du Groupe Canal + au sein de son groupe d'appartenance ? L'organisation actuelle par pôle est-elle amenée à se « fondre » dans une organisation groupe ?
 - Doit-il être analysé comme un moyen d'affirmer à un niveau plus opérationnel la présence de Vivendi au sein de Groupe Canal+ via la modification potentielle du conseil d'administration et de la direction de la SECP ?
 - Quel devenir et quelle « autonomie dans sa réflexion stratégique » pour le périmètre actuel Groupe Canal + ? Pour les salariés / entités dédiées du périmètre de la SECP ?
 - Y-a-t-il une volonté via la maîtrise des activités de productions audiovisuelles du groupe, de recentrer le périmètre Groupe Canal + sur son métier d'éditeur (agrégateur de contenus) / distributeur ? (même si, dans ce cas, la SECP, hors NPA, trouverait sa place au sein de Groupe Canal+)

Ces questions ont été abordées en entretiens, ainsi que celle d'un lien avec la création de Vivendi Contents :

- Pour nos interlocuteurs (non décisionnaires sur le choix de Vivendi en tant qu'initiateur), la question est a priori indépendante d'une problématique d'organisation et / ou de gouvernance
- En particulier, les deux priorités actuelles de Vivendi Contents sont la production **de nouveaux formats de contenus à destination de l'international** (logique notamment du rachat de Flab Prod), et le développement d'une offre Premium également à vocation internationale **à destination des Mobiles** (formats de 7 mn, cadre dans lequel s'analyse notamment la création de Studio +)
- ☞ Ni la SECP, ni NPA Prod ne devraient être, selon nos entretiens, rattachés à ce périmètre