

PROJET DE NOTE ETABLI PAR LA SOCIETE



EN REPONSE

A L'OFFRE PUBLIQUE D'ECHANGE SIMPLIFIEE

INITIEE PAR LA SOCIETE



PROJET DE NOTE EN REPONSE ETABLI PAR LA SOCIETE

**L'OFFRE ET LE PRESENT PROJET DE NOTE EN REPONSE RESTENT SOUMIS A
L'EXAMEN DE L'AMF**

Termes de l'Offre

8 actions ordinaires Altice NV de catégorie A à émettre pour 5 actions SFR Group apportées (coupon attaché)

Durée de l'Offre

21 jours de négociation. Le calendrier de l'offre sera déterminé par l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») conformément à son règlement général.

Le présent projet de note en réponse a été établi et déposé auprès de l'AMF le 5 septembre 2016, conformément aux dispositions des articles 231-19 et 231-26 de son règlement général.

AVIS IMPORTANT

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

La Société est conseillée par Perella Weinberg Partners. Le présent projet de note en réponse est disponible sur les sites Internet de la Société (www.sfr.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) et peut être obtenu sans frais auprès de la Société, au 1 square Béla Bartók à Paris.

Conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, le document Autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société, sera mis à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique selon les mêmes modalités. Le document qui sera mis à la disposition du public à ce titre incorporera par référence le document de référence de la Société en date du 16 juin 2016 (le « **Document de Référence** »). Un communiqué sera diffusé, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique, pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces informations.

TABLE DES MATIERES

1.	PRESENTATION DE L'OFFRE	3
1.1.	Présentation de l'Offre.....	3
1.2.	Contexte et motifs de l'Offre	4
1.2.1.	Contexte de l'Offre	4
1.2.2.	Motifs de l'Offre	5
1.3.	Rappel des termes de l'Offre	5
1.4.	Ajustement des termes de l'Offre	6
1.5.	Situation des bénéficiaires d'options de souscription.....	6
2.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE	7
3.	INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE.....	8
4.	INTENTIONS DE LA SOCIETE RELATIVES AUX ACTIONS AUTO-DETENUES	9
5.	ELEMENTS CONCERNANT LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR LE DEROULEMENT DE L'OFFRE.....	9
5.1.	Structure et répartition du capital.....	9
5.2.	Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions.....	9
5.3.	Clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce	10
5.4.	Participations 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	10
5.5.	Droits de contrôle spéciaux.....	12
5.6.	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier.....	12
5.7.	Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote.....	12
5.8.	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la Société	12
5.8.1.	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration	12
5.8.2.	Règles applicables à la modification des statuts	13
5.9.	Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres.....	13
5.10.	Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société.....	15
5.11.	Indemnités de départ au profit des dirigeants en cas d'offre publique	15
6.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	15
7.	AVIS DELIVRE PAR PERELLA WEINBERG PARTNERS SUR LES TERMES DE L'OFFRE.....	59
8.	INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES CONCERNANT LA SOCIETE.....	63
9.	PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE.....	63

1. PRESENTATION DE L'OFFRE

1.1. Présentation de l'Offre

La société Altice NV, société anonyme de droit néerlandais (*naamloze vennootschap*) dont le siège social est situé à Prins Bernhardplein 200, 1097 JB Amsterdam, aux Pays-Bas, immatriculée au registre du commerce des Pays-Bas sous le numéro 63329743 (« **Altice NV** » ou l'« **Initiateur** ») offre de manière irrévocable aux actionnaires de la société SFR Group, société anonyme dont le siège social est situé au 1 square Béla Bartók à Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 794 661 470 (« **SFR Group** » ou la « **Société** ») d'échanger les actions de SFR Group qu'ils détiennent dans les conditions décrites ci-après (l'« **Offre** »).

Au titre de l'Offre, l'Initiateur offre aux actionnaires de la Société d'échanger les actions SFR Group qu'ils détiennent contre des actions ordinaires Altice NV de catégorie A à émettre, selon une parité de 8 actions ordinaires Altice NV de catégorie A nouvelles pour 5 actions SFR Group apportées (coupon attaché).

Titres visés

A la date du présent projet de note en réponse, le nombre d'actions existantes de SFR Group est de 442 366 919, représentant 442 411 626 droits de vote. Les actions SFR Group sont admises aux négociations sur le compartiment A du marché réglementé d'Euronext à Paris sous le code ISIN FR0011594233.

Il est précisé qu'à la date du présent projet de note en réponse, l'Initiateur détient indirectement 343 922 878 actions SFR Group (ces actions étant détenues par l'intermédiaire d'Altice France SA et d'Altice France bis S.à r.l., lesquelles sont des filiales contrôlées par Altice NV, et étant précisé qu'il n'existe pas d'actions auto détenues par SFR Group). En conséquence, l'Offre vise la totalité des actions existantes de SFR Group non encore détenues directement ou indirectement par l'Initiateur, soit à la date du présent projet de note en réponse, un maximum de 98 444 041 actions, représentant 22,25 % du capital existant de SFR Group.

L'Offre vise également les 1 396 420 actions nouvelles SFR Group susceptibles d'être émises en cas d'exercice des 1 396 420 options de souscription SFR Group détenues par 6 bénéficiaires (voir paragraphe 1.5 ci-dessous).

Il n'existe aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de SFR Group.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, BNP Paribas et JPMorgan Chase Bank, N.A. agissant par l'intermédiaire de sa succursale de Paris (« **J.P. Morgan** »), en tant qu'établissements présentateurs de l'Offre, agissant pour le compte de l'Initiateur, ont déposé l'Offre et le projet de note d'information de l'Initiateur auprès de l'AMF le 5 septembre 2016. BNP Paribas et J.P. Morgan garantissent la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF et sera ouverte pour une durée de 21 jours de négociation.

Les actions ordinaires Altice NV de catégorie A et B existantes sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext à Amsterdam (sous le code ISIN NL0011333752 et le code mnémonique ATC pour les actions ordinaires de catégorie A et sous le code ISIN

NL0011333760 et le code mnémonique ATCB pour les actions ordinaires de catégorie B). Le document Autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur sera déposé auprès de l'AMF et mis à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre, conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF.

1.2. Contexte et motifs de l'Offre

1.2.1. Contexte de l'Offre

Présentation de la Société et de l'Initiateur

SFR Group est le deuxième opérateur de télécommunications en France et dispose de positions d'envergure sur tous les segments du marché français des télécommunications grand public, entreprises, collectivités et marché de gros. Déclinant la stratégie du groupe Altice sur le territoire français, il propose des services similaires de télécommunication et fourniture de contenus sous forme de presse, chaînes de télévision exclusives (RMC, BFM TV, SFR Sport, SFR News, etc.) ou contenus exclusifs. SFR Group s'appuie sur ses réseaux fibre et 4G qu'elle continue de moderniser visant, grâce à ses investissements, à rapidement étendre sa couverture à l'ensemble de la France tout en offrant une qualité de service optimale. SFR Group ambitionne de devenir, à l'échelle nationale, le nouveau leader convergent offrant une gamme complète d'accès Internet, de téléphonie fixe, mobile et de services audiovisuels. SFR Group intervient également dans le domaine des communications unifiées, de l'Internet des objets et de l'informatique dématérialisée pour les professionnels. Sur le segment B2C, SFR Group est présente sous les noms SFR et RED. Sur le segment B2B, SFR Group opère sous la marque SFR Business et sert plus de 190 000 sociétés. SFR Group fournit 21,9 millions de clients en téléphonie mobile et 6,4 millions de foyers ayant souscrit à des services à haut débit.

Altice NV est la structure faîtière cotée du groupe Altice qui est spécialisé dans la fourniture de services télécoms et de contenus médias, tant sur réseaux fixes (câble, fibre ou DSL) que sur réseaux mobiles. Le groupe est présent en Europe de l'ouest (France, Belgique, Luxembourg, Portugal et Suisse), aux Etats-Unis, en Israël, dans les Antilles françaises, en Guyane, dans l'Océan Indien et en République Dominicaine. Le groupe fournit, tant aux entreprises qu'au grand public, (i) des services de télécommunication incluant la télévision payante HD, l'accès Internet haut-débit et la téléphonie fixe via un réseau fixe ultra haut-débit, ainsi que des services de téléphonie mobile, et (ii) des contenus exclusifs et l'accès à des chaînes premium ou à de la presse. Le groupe a pour ambition de devenir un acteur convergent tant sur le plan des télécommunications (fixe et mobile) que sur le plan des contenus mis à disposition de ses abonnés (télécoms et médias).

Historique

En novembre 2013, à la suite de son introduction en bourse, Numericable Group regroupe sous une marque unique Numericable l'ensemble des activités câbles précédemment acquises par Altice en France (Ypso, Complétel, NCN, TDF Câble, Noos). Numericable Group, qui est alors détenu à hauteur de 30 % par Altice, est le premier câblo-opérateur français.

Courant 2014, Altice procède à l'acquisition des participations détenues par les fonds Carlyle et Cinven dans Numericable Group, détenant alors plus des deux-tiers du capital et des droits de vote de Numericable Group pour atteindre 74,59 % au 24 juillet 2014. Ces opérations, consistant en des reclassements au sein d'un concert, ont donné lieu à une dérogation à l'obligation de déposer un projet d'offre publique. Altice détient depuis lors le contrôle exclusif de Numericable Group.

Fin novembre 2014, Numericable Group acquiert auprès de Vivendi 100 % du capital de SFR et devient Numericable-SFR. Dans le cadre de cette opération, Vivendi devient actionnaire de Numericable-SFR à hauteur de 20 %.

Dans le cadre de la sortie de Vivendi du capital de Numericable-SFR réalisée en mai 2015, Numericable-SFR rachète auprès de Vivendi un bloc de ses propres actions représentant 10 % du capital, le solde de la participation de Vivendi étant acquis par Altice.

A l'issue de cette opération, Altice détient environ 78 % du capital et des droits de vote de Numericable-SFR après annulation des actions rachetées par Numericable-SFR.

En juin 2016, la Société adopte une nouvelle dénomination sociale : SFR Group.

1.2.2. Motifs de l'Offre

L'opération vise à simplifier la structure du groupe Altice, à aligner totalement les intérêts des actionnaires de SFR Group et d'Altice NV, à accroître la flexibilité de l'organisation du groupe, la circulation de trésorerie et à faciliter le partage des compétences et des meilleures pratiques en son sein. L'objectif est qu'Altice NV devienne la seule société du groupe dont les titres sont admis sur un marché réglementé, reflétant l'internationalisation croissante du groupe, tout en améliorant son efficacité et en facilitant la mise en œuvre de sa stratégie. De plus, l'opération conduira à un élargissement du flottant et devrait permettre d'accroître la liquidité au profit des actionnaires de SFR Group et Altice NV.

Par ailleurs, l'opération donne aux porteurs d'actions SFR Group qui apporteront leurs actions à l'Offre une exposition à un groupe d'une taille plus de deux fois supérieure en chiffre d'affaires et en EBITDA, géographiquement diversifié sur des marchés à fort potentiel de développement et moins concurrentiels, à des actifs en croissance plus rapide avec des marges et une capacité de génération de cash flow plus élevées et à une meilleure liquidité, la liquidité du titre Altice NV étant supérieure à celle du titre SFR Group en valeur absolue et relativement aux capitalisations boursières respectives des deux sociétés.

L'opération, si elle est suivie de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire, présente en outre l'avantage, tant pour le groupe Altice que pour SFR Group, de se libérer de contraintes liées à la cotation de la Société et de réduire les coûts liés à cette cotation.

1.3. Rappel des termes de l'Offre

L'Initiateur offre de manière irrévocable aux actionnaires de la Société d'échanger les actions SFR Group qu'ils détiennent contre des actions ordinaires Altice NV de catégorie A à émettre, selon une parité de 8 actions ordinaires Altice NV de catégorie A nouvelles pour 5 actions SFR Group apportées (coupon attaché) (la « **Parité d'Échange** »).

L'Offre pourra être acceptée au plus tard à la date de clôture de l'Offre qui sera fixée par l'AMF.

Les termes de l'Offre décrits ci-dessous correspondent à des actions SFR Group apportées coupon attaché. Dès lors, si un dividende venait à être payé aux actionnaires de SFR Group avant le règlement-livraison de l'Offre, les termes de cette dernière seront ajustés (voir paragraphe 1.4 ci-dessous). A cet égard, il est rappelé que SFR Group a procédé, le 14 octobre 2015, à une distribution exceptionnelle de dividende au profit de ses actionnaires (5,70 euros par action) mais qu'aucune nouvelle distribution de dividendes au titre de l'exercice clos le 31 décembre 2015 n'est, à ce jour, prévue.

Les ordres d'apport à l'Offre ne pourront porter que sur des quotités de 5 actions SFR Group ou sur tout multiple de cette quotité. Si le nombre d'actions SFR Group qu'un actionnaire de SFR Group souhaite apporter à l'Offre excède cette quotité ou l'un de ses multiples, cet actionnaire devra faire son affaire des rompus éventuels et soit acquérir, soit céder des actions SFR Group afin d'apporter un nombre d'actions SFR Group égal à 5 ou à un multiple de 5.

1.4. Ajustement des termes de l'Offre

Si entre la date de dépôt de l'Offre (à savoir le 5 septembre 2016) et la date du règlement-livraison de l'Offre :

- (i) le nombre d'actions SFR Group ou d'actions ordinaires Altice NV émises et en circulation se trouve modifié ou lesdites actions sont converties en titres d'une autre catégorie en raison du versement d'un dividende payable en actions, d'une sous-division, d'un reclassement, d'une scission, d'un regroupement ou d'un échange d'actions, ou
- (ii) SFR Group ou Altice NV décide de payer un dividende, ou
- (iii) SFR Group ou Altice NV procède à toute autre distribution à leurs porteurs de titres ou actionnaires,

dans chaque cas avec une date d'enregistrement qui précéderait le règlement-livraison de l'Offre, alors les termes de l'Offre seront ajustés de manière appropriée afin de tenir compte des opérations décrites ci-dessus.

Il est rappelé que, en vertu des dispositions statutaires d'Altice NV en vigueur, les porteurs d'actions ordinaires de catégorie B ont la faculté de demander leur conversion en actions ordinaires Altice NV de catégorie A (voir le tableau figurant au paragraphe 2.6.2 du projet de note d'information de l'Initiateur). Il est précisé que de telles conversions d'actions ordinaires de catégorie B en actions ordinaires de catégorie A, à la demande des porteurs concernés, n'auront aucune incidence financière pour les autres actionnaires présents ou futurs d'Altice NV et n'entraîneront donc pas d'ajustement des termes de l'Offre.

1.5. Situation des bénéficiaires d'options de souscription

A ce jour, il existe 3 164 825 options de souscription d'actions SFR Group au titre des plans d'options de souscription du 7 novembre 2013, du 10 janvier 2014, du 28 mai 2014, du 28 novembre 2014, du 13 avril 2015 et du 8 septembre 2015. Sur ce total, 1 396 420 options sont exerçables (correspondants à autant d'actions nouvelles) pendant la période d'Offre.

Les bénéficiaires d'options de souscription désirant apporter à l'Offre les actions auxquelles ces options donnent droit devront les avoir exercées suffisamment à l'avance pour qu'ils puissent apporter les actions reçues au plus tard le dernier jour de l'Offre.

Une liquidité sera offerte aux bénéficiaires qui n'auront pas été en mesure d'exercer leurs options de souscription d'actions SFR Group. Dans ce cadre, sauf accord pour mettre en place un mécanisme alternatif permettant aux bénéficiaires d'options de souscription d'actions SFR Group de recevoir des actions Altice, les intéressés pourront, si les actions SFR Group ne sont plus admises aux négociations sur Euronext Paris ou si le pourcentage du capital et des droits de vote détenus par Altice est supérieur à 95 %, céder à Altice, après l'expiration de la période d'indisponibilité, les actions SFR Group correspondantes qui n'auront pu être apportées à l'Offre contre, selon le cas, un nombre d'actions Altice déterminé sur la base de la parité de l'Offre, ou la contrevaletur en numéraire de ce même nombre d'actions Altice sur la base de leur cours de bourse à la date de cession.

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

Conformément aux dispositions de l'article 231-19, 4° du règlement général de l'AMF, les membres du Conseil d'administration de la Société se sont réunis le 4 septembre 2016 sur convocation du Président du Conseil d'administration à l'effet d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt que présente l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Tous les membres du Conseil d'administration étaient présents ou représentés. La séance était présidée par M. Michel Combes, en sa qualité de Président du Conseil d'administration. Le Président a rappelé les termes de l'Offre aux administrateurs, tels que repris dans le projet de note d'information transmis par Altice NV. Les administrateurs ont ensuite étudié le projet de note en réponse de la Société.

Perella Weinberg Partners, en tant que conseil financier de la Société, a présenté les conclusions de son analyse de la Parité d'Echange. Le cabinet Accuracy, représenté par M. Bruno Husson, désigné par le Conseil d'administration lors de sa séance du 5 août 2016 en qualité d'expert indépendant a été chargé d'apprécier le caractère équitable des conditions financières de l'Offre proposées aux actionnaires de la Société (« **l'Expert Indépendant** »).

Les travaux de l'Expert Indépendant ont été suivis et coordonnés par Mmes Luce Gendry et Manon Brouillette et M. Bernard Attali, membres indépendants du Conseil d'administration, qui ont présenté au Conseil leurs observations.

L'extrait du procès-verbal de cette réunion concernant l'avis motivé sur l'Offre figure ci-après :

« Après avoir entendu les conclusions du rapport de l'Expert Indépendant, et des travaux de Perella Weinberg Partners, ainsi que les observations exprimées par les administrateurs indépendants, et après en avoir débattu, le Conseil constate :

- (i) que l'Expert Indépendant, après avoir procédé à une approche multicritères en vue de l'évaluation de la Société et d'Altice NV, conclut au caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier ;*
- (ii) que Perella Weinberg Partners, conseil financier de la Société, conclut également au caractère équitable, d'un point de vue financier, de la Parité d'Echange proposée et a dans ce sens émis une « fairness opinion » ;*
- (iii) que la Parité d'Echange fait ressortir, sur la base du cours de bourse d'Altice NV en clôture le 2 septembre 2016, une prime de 2,6 % sur le cours de bourse de SFR Group à la clôture le 2 septembre 2016, et de 10,3 %, 14,2 % et de 8,9 % sur le cours moyen pondéré par les volumes sur la période d'un mois, de deux mois et de trois mois, respectivement, se terminant le 2 septembre 2016 ; à titre illustratif, la Parité d'Echange proposée par Altice NV équivaut à une valorisation unitaire de l'action SFR Group égale à 24,72 euros ;*
- (iv) que l'Offre est une offre qui fournit une opportunité, pour les actionnaires de la Société qui le souhaitent, d'échanger leurs actions SFR Group contre des actions Altice NV, leur permettant ainsi d'accéder à la liquidité des actions de catégorie A d'Altice NV qui est supérieure à celle des actions de la Société (tant en valeur absolue que relativement aux capitalisations boursières respectives des deux sociétés), et qui devrait par ailleurs être encore renforcée par l'augmentation du flottant résultant de l'opération projetée ;*

- (v) *que, s'agissant d'une offre d'échange, l'Offre permet aux actionnaires de la Société de devenir actionnaires d'une société de taille significative, de bénéficier de la diversification géographique et sectorielle des activités du groupe Altice et ainsi d'être actionnaire d'un groupe avec des positions fortes ou de leader sur des marchés moins compétitifs que le marché français. Elle permettra également aux actionnaires de bénéficier pleinement d'une intégration plus aboutie des activités du groupe Altice, et de la simplification de la structure du groupe ; et*
- (vi) *que, s'agissant d'une offre d'échange, l'Offre permet aux actionnaires de la Société de pouvoir bénéficier des perspectives de croissance et de réduction des coûts attendues notamment aux Etats-Unis, où le groupe Altice anticipe des synergies en année pleine de 215 millions de dollars pour Suddenlink et de 900 millions de dollars pour Cablevision, ce qui permet d'espérer une amélioration significative de leur rentabilité.*

En ce qui concerne l'intérêt de l'Offre pour la Société, le Conseil prend acte de ce que l'objectif de l'Initiateur est de poursuivre la stratégie industrielle du groupe Altice et de la décliner au sein de la Société pour consolider sa position de leader sur le marché français. Il souligne que l'opération projetée a un caractère amical et s'inscrit donc dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société.

En ce qui concerne l'intérêt des salariés, l'Initiateur a l'intention de s'appuyer sur les équipes en place et de poursuivre la politique de la Société en matière de gestion des ressources humaines. Le Conseil constate que l'Offre n'aura pas d'impact sur l'emploi au sein de la Société et n'entraînera pas de modification des statuts individuels et collectifs respectifs des salariés de la Société et de ses filiales. Le Conseil a relevé par ailleurs que l'Offre n'aura aucune incidence sur la mise en œuvre de l'accord signé avec les organisations syndicales le 4 août 2016 permettant d'engager la restructuration de la Distribution.

À la lumière des considérations qui précèdent, prenant acte des conclusions du rapport de l'Expert Indépendant ainsi que de l'analyse de la Parité d'Echange présentée par Perella Weinberg Partners et des observations exprimées par les administrateurs indépendants, le Conseil, après en avoir délibéré, estime que le projet d'Offre correspond à l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés, et décide à l'unanimité de ses membres :

- (i) *de recommander aux actionnaires d'apporter leurs actions à l'Offre,*
- (ii) *d'approuver le projet de note en réponse de la Société, et*
- (iii) *d'autoriser M. Combes, Président Directeur général, à finaliser et signer ledit projet,*

étant précisé que les administrateurs qui représentent Altice NV ou lui sont liés (en ce compris M. Combes) ont voté conformément au sens du vote dégagé par le vote des trois administrateurs indépendants aux seules fins de permettre le respect des règles de quorum et de majorité prévues par le Code de commerce. »

3. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE

Lors de cette réunion du Conseil d'administration de la Société, l'ensemble des membres du Conseil d'administration de la Société ont fait part de leur intention d'apporter leurs actions SFR Group à l'Offre.

4. INTENTIONS DE LA SOCIETE RELATIVES AUX ACTIONS AUTO-DETENUES

A ce jour, il n'existe pas d'actions auto-détenues par la Société. Le contrat de liquidité conclu début 2014 avec Exane BNP Paribas sera suspendu à compter du 5 septembre 2016 en application de l'article 231-40 du règlement général de l'AMF.

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

5.1. Structure et répartition du capital

Au 31 août 2016, le capital social de la Société s'élève à 442 366 319 euros, divisé en 442 366 319 actions de 1 euro de valeur nominale chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie.

A cette date, la répartition du capital et des droits de vote de la Société était la suivante :

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital ⁽⁶⁾	Nombre de droits de vote	% des droits de vote
Altice NV ⁽¹⁾ dont :	343 922 878	77,75 %	343 922 878	77,74%
- Altice France SA ⁽²⁾	343 760 378	77,71 %	343 760 378	77,70 %
- Altice France bis S.à r.l. ⁽³⁾⁽⁴⁾	162 500	0,04 %	162 500	0,04 %
Administrateurs	842 119	0,19 %	842 520	0,19 %
Auto-contrôle ⁽⁵⁾	0	0 %	0	0 %
Public	97 601 922	22,06 %	97 646 228	22,07 %

(1) Contrôlée par M. Patrick Drahi

(2) Détenue à 100 % par Altice Luxembourg SA, elle-même détenue à 100 % par Altice Group Lux S.à r.l., elle-même détenue à 100 % par Altice NV

(3) Détenue à 100 % par Altice France SA

(4) Altice France SA et Altice France Bis S.à r.l. agissant de concert.

(5) Dont les actions détenues dans le cadre du contrat de liquidité ; à titre indicatif, 0 actions au 31 août 2016.

(6) Les pourcentages sont calculés sur le nombre total d'actions émises par la Société, y compris les actions auto-détenues.

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

Obligation de déclaration de franchissement de seuils et identification des détenteurs d'actions

Conformément à l'article L. 233-7 du Code de commerce, la Société a instauré une obligation statutaire de déclaration de franchissement de seuils (article 15 des statuts de la Société), en vertu de laquelle, tant que les actions SFR Group sont admises aux négociations sur un marché réglementé, toute personne physique ou morale qui vient à détenir, seule ou de concert, directement ou indirectement, une fraction du capital ou des droits de vote, égale ou supérieure à 0,5 % du capital social ou des droits de vote, ou à tout multiple de ce pourcentage, doit informer la Société, par lettre recommandée avec demande d'avis de réception dans le délai de quatre jours de bourse à compter du franchissement de seuil concerné du nombre total :

- des actions et des droits de vote qu'elle possède, directement ou indirectement, seule ou de concert,

- des titres donnant accès à terme au capital de la Société qu'elle possède, directement ou indirectement, seule ou de concert et des droits de vote qui y sont potentiellement attachés, et
- des actions déjà émises que cette personne peut acquérir en vertu d'un accord ou d'un instrument financier mentionné à l'article L. 211-1 du Code de monétaire et financier.

Il est prévu dans les statuts de la Société que les dispositions du paragraphe VI bis de l'article L. 233-7 du Code de commerce et du règlement général de l'AMF s'appliquent *mutatis mutandis* aux seuils visés ci-dessus.

L'obligation d'informer la Société s'applique également, dans les mêmes délais et selon les mêmes conditions, lorsque la participation de l'actionnaire en capital, ou en droits de vote, devient inférieure à l'un des seuils mentionnés ci-dessus.

Les sanctions prévues par la loi en cas d'inobservation de l'obligation de déclaration ne s'appliquent que sur demande d'un ou plusieurs actionnaires détenant au moins 2 % du capital ou des droits de vote de la Société.

La Société se réserve la faculté de porter à la connaissance du public et des actionnaires soit les informations qui lui auront été notifiées, soit le non-respect de l'obligation susvisée par la personne concernée.

Transfert d'actions et exercice des droits de vote

Aucune clause des statuts n'a pour effet de restreindre les transferts d'actions SFR Group ou l'exercice des droits de vote.

5.3. Clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce

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

5.4. Participations 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

Depuis le 1^{er} janvier 2015, la Société a été avisée des franchissements de seuils légaux et statutaires suivants :

Société déclarante	Caractéristiques du franchissement	Motif du franchissement	Date du franchissement		% capital	% droits de vote déclarés
Vivendi	De concert avec Altice France SA ⁽¹⁾	Cession d'actions par Vivendi	06/05/2015	↘	0 %	0 %
Vivendi	Individuel	Cession d'actions par Vivendi	06/05/2015	↘	0 %	0 %
Altice France SA ⁽¹⁾	Direct et indirect par l'intermédiaire d'Altice France Bis S.à r.l. ⁽²⁾	Acquisition, par l'intermédiaire d'Altice France Bis S.à r.l. ⁽²⁾ , d'actions préalablement détenues par Vivendi	06/05/2015	↗	70,35 %	70,35 %
Altice France Bis S.à r.l. ⁽²⁾	Individuel	Acquisition d'actions préalablement détenues par Vivendi	06/05/2015	↗	10,00 %	10,00 %
Altice France SA ⁽¹⁾	Individuel	Annulation par la Société d'actions auto-détenues et acquisition d'actions de la Société	31/07/2015	↗	67,37 %	67,37 %
Altice France bis S.à r.l. ⁽²⁾	Individuel	Annulation par la Société d'actions auto-détenues	31/07/2015	↗	11,11 %	11,11 %
Altice France SA ⁽¹⁾	De concert avec Altice France bis S.à r.l. ⁽²⁾	Annulation par la Société d'actions auto-détenues et acquisitions par Altice France SA ⁽¹⁾ d'actions de la Société	03/08/2015	↗	78,48%	78,48%
Altice Luxembourg SA ⁽³⁾	Indirect par l'intermédiaire des sociétés Altice France SA ⁽¹⁾ et Altice France Bis S.à r.l. ⁽²⁾	Apport par Altice SA de sa participation dans Altice France SA ⁽¹⁾ , au profit de la société Altice Luxembourg SA ⁽³⁾	06/08/2015	↗	78,48 %	78,48 %
Altice NV ⁽⁴⁾	Indirect par l'intermédiaire des sociétés Altice France SA ⁽¹⁾ et Altice France Bis S.à r.l. ⁽²⁾	Fusion-absorption de la société Altice SA par Altice NV ⁽⁴⁾	09/08/2015	↗	78,48 %	78,48 %
Altice Group Lux S.à r.l. ⁽⁵⁾	Indirect par l'intermédiaire des sociétés Altice Luxembourg SA ⁽³⁾ , Altice France SA ⁽¹⁾ et Altice France Bis S.à r.l. ⁽²⁾	Apport par Altice NV ⁽⁴⁾ à Altice Group Lux S.à r.l. ⁽⁵⁾ de sa participation dans Altice Luxembourg SA ⁽³⁾	22/12/2015	↗	78,48 %	78,48 %
Altice France Bis S.à r.l. ⁽²⁾	Individuel	Cession par Altice France Bis S.à r.l. ⁽²⁾ des actions de la Société qu'elle détenait à Altice France SA ⁽¹⁾	23/12/2015	↘	0,04 %	0,04 %

Société déclarante	Caractéristiques du franchissement	Motif du franchissement	Date du franchissement		% capital	% droits de vote déclarés
Altice France SA ⁽¹⁾	Individuel	Cession par Altice France Bis S.à r.l. ⁽²⁾ des actions de la Société qu'elle détenait à Altice France SA ⁽¹⁾	23/12/2015	↗	78,44 %	78,44 %
Altice France SA ⁽¹⁾	Individuel	Dilution	14/03/2016	↘	78 %	77,99 %
Altice France SA ⁽¹⁾	Individuel	Dilution	22/04/2016	↘	77,73 %	77,72 %
Altice NV ⁽⁴⁾	Indirect par l'intermédiaire des sociétés Altice Group Lux S.à r.l. ⁽⁵⁾ , Altice Luxembourg SA ⁽³⁾ , Altice France SA ⁽¹⁾ et Altice France Bis S.à r.l. ⁽²⁾	Dilution	22/04/2016	↘	77,77 %	77,76 %

⁽¹⁾ Détenue à 100 % par Altice Luxembourg SA

⁽²⁾ Détenue à 100 % par Altice France SA

⁽³⁾ Détenue à 100 % par Altice Group Lux S.à r.l.

⁽⁴⁾ Contrôlée par M. Patrick Drahi

⁽⁵⁾ Détenue à 100 % par Altice NV

5.5. **Droits de contrôle spéciaux**

La Société n'a pas émis de titres comportant de droits de contrôle spéciaux.

5.6. **Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier**

Sans objet. Il n'existe pas de système d'actionnariat du personnel au sein de SFR Group (par exemple, un fonds de commun de placement d'entreprise).

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

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

5.8. **Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la Société**

5.8.1. **Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration**

Les règles de nomination et de révocation des membres du Conseil d'administration résultent des dispositions légales applicables aux sociétés anonymes ainsi que de l'article 16 des statuts de la Société.

Le Conseil d'administration de la Société est composé de trois (3) membres au moins et de dix-huit (18) membres au plus, sous réserve des dérogations prévues par la loi. Chaque

administrateur doit être propriétaire d'au moins cent (100) actions pendant toute la durée de son mandat.

Conformément aux stipulations de l'article 16, 3° des statuts de la Société, nul ne peut être nommé administrateur s'il est âgé de plus de 78 ans et le nombre des administrateurs ayant dépassé l'âge de 78 ans ne peut être supérieur au tiers (1/3) des administrateurs en fonction. Lorsque cette limite d'âge est atteinte en cours de fonctions, l'administrateur est réputé démissionnaire d'office à l'issue de la prochaine assemblée générale ordinaire.

Les administrateurs sont nommés et révoqués par l'assemblée générale des actionnaires de la Société, qui peut les révoquer à tout moment. La durée des fonctions d'un administrateur est de trois (3) ans renouvelables.

Les membres du Conseil d'administration sont toujours rééligibles, sous réserve des dispositions légales alors applicables ou celles des statuts de la Société, relatives notamment à leur âge.

En cas de vacance, par décès ou par démission, d'un ou plusieurs sièges d'administrateurs, le Conseil d'administration peut, entre deux assemblées générales, procéder à des nominations à titre provisoire dans les conditions prévues par les dispositions légales alors applicables.

L'administrateur nommé en remplacement d'un autre ne reste en fonction que pour le temps restant à courir du mandat de son prédécesseur.

Les nominations effectuées par le Conseil d'administration à titre provisoire sont soumises à la ratification de l'assemblée générale ordinaire la plus proche. A défaut de ratification, les délibérations prises par le Conseil d'administration et les actes accomplis antérieurement par lui ou les administrateurs n'en demeurent pas moins valables.

Lorsque le nombre des administrateurs est devenu inférieur au minimum légal, les administrateurs doivent convoquer immédiatement l'assemblée générale, en vue de compléter l'effectif du Conseil d'administration.

5.8.2. Règles applicables à la modification des statuts

L'assemblée générale extraordinaire est seule compétente pour modifier les statuts de la Société, conformément aux dispositions législatives et réglementaires en vigueur.

L'assemblée générale extraordinaire ne délibère valablement que si les actionnaires présents ou représentés possèdent au moins, sur première convocation, le quart (1/4), et, sur deuxième convocation le cinquième (1/5) des actions ayant le droit de vote. A défaut de ce dernier quorum, la deuxième assemblée peut être prorogée à une date postérieure de deux (2) mois au plus à celle à laquelle elle avait été convoquée.

L'assemblée générale extraordinaire statue à la majorité des deux tiers (2/3) des voix des actionnaires présents, représentés ou ayant voté par correspondance ou à distance.

5.9. Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres

En dehors des pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi et les statuts de la Société, le Conseil d'administration dispose de délégations accordées par l'assemblée générale des actionnaires du 21 juin 2016 en matière d'émission ou de rachat de titres, dont le détail est repris ci-après :

Objet de la résolution	Montant maximal	Durée de l'autorisation
Autorisation à l'effet d'opérer sur les actions SFR Group	Dans la limite de 10 % du capital social	18 mois ⁽⁵⁾
Délégation de compétence donnée au Conseil d'administration en vue de l'émission, avec maintien du droit préférentiel de souscription, d'actions ou de valeurs mobilières	250 millions d'euros s'agissant des augmentations de capital ⁽¹⁾ , 3 milliards d'euros s'agissant des titres de créance	26 mois ⁽⁵⁾
Délégation de compétence donnée au Conseil d'administration en vue de l'émission, avec suppression du droit préférentiel de souscription et par offre au public, d'actions ou de valeurs mobilières	110 millions d'euros s'agissant des augmentations de capital ⁽¹⁾⁽²⁾ , 3 milliards d'euros s'agissant des titres de créance	26 mois ⁽⁵⁾
Délégation de compétence donnée au Conseil d'administration en vue de l'émission, avec suppression du droit préférentiel de souscription et par placement privé, d'actions ou de valeurs mobilières	110 millions d'euros s'agissant des augmentations de capital ⁽¹⁾⁽²⁾ , 3 milliards d'euros s'agissant des titres de créance	26 mois ⁽⁵⁾
Autorisation donnée au Conseil d'administration d'émettre des actions ou des valeurs mobilières donnant accès au capital sans droit préférentiel de souscription dans la limite de 10 % du capital social de la Société	110 millions d'euros ⁽¹⁾⁽²⁾	26 mois ⁽⁵⁾
Délégation de compétence donnée au Conseil d'administration à l'effet d'augmenter le nombre de titres à émettre en cas d'augmentation de capital avec maintien ou suppression du droit préférentiel de souscription	15 % de l'émission initiale	26 mois ⁽⁵⁾
Autorisation donnée au Conseil d'administration d'émettre des actions ou des valeurs mobilières donnant accès au capital sans droit préférentiel de souscription en rémunération d'apports en nature portant sur des titres de capital ou des valeurs mobilières donnant accès au capital	10 % du capital social ⁽¹⁾	26 mois ⁽⁵⁾
Délégation de compétence donnée au Conseil à l'effet de décider l'augmentation du capital social par incorporation de primes, réserves, bénéfices ou autres	1 milliard d'euros	26 mois ⁽⁵⁾
Délégation de compétence donnée au Conseil d'administration pour décider l'émission d'actions et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital réservées aux adhérents de plans d'épargne entreprise avec suppression du droit préférentiel de souscription au profit de ces derniers	10 millions d'euros ⁽¹⁾	26 mois ⁽⁵⁾
Autorisation donnée au Conseil d'administration à l'effet de consentir des options de souscription ou d'achat d'actions	Dans la limite de 1,5 % du capital social ⁽¹⁾⁽³⁾	26 mois ⁽⁵⁾
Délégation de compétence donnée au Conseil d'administration d'augmenter le capital en vue de procéder à des attributions gratuites d'actions existantes ou à émettre au profit des membres du personnel salarié et des mandataires sociaux du groupe ou de certains d'entre eux avec suppression du droit préférentiel de souscription	Dans la limite de 0,5 % du capital social ⁽¹⁾⁽⁴⁾	26 mois ⁽⁵⁾

⁽¹⁾ Le montant nominal maximum global des augmentations de capital susceptibles d'être réalisées en vertu de cette délégation s'impute sur le montant du plafond global fixé à 365 millions d'euros s'agissant des augmentations de capital immédiates et/ou à terme.

⁽²⁾ Le montant nominal maximum global des augmentations de capital susceptibles d'être réalisées en vertu de cette délégation s'impute sur le montant du plafond fixé à 110 millions d'euros s'agissant des augmentations de capital avec suppression du droit préférentiel de souscription.

⁽³⁾ Étant précisé qu'un sous-plafond, fixé à 0,3 % du capital social, s'applique, en vertu de cette résolution, aux attributions aux dirigeants mandataires sociaux.

⁽⁴⁾ Étant précisé qu'un sous-plafond, fixé à 0,2 % du capital social, s'applique aux attributions aux dirigeants mandataires sociaux.

⁽⁵⁾ A compter du 21 juin 2016.

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

A la connaissance de la Société, les principaux accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société sont décrits au paragraphe 7.4.5.5 du Document de Référence. Ces clauses ne devraient toutefois pas être mises en œuvre dans le cadre de l'Offre, SFR Group étant déjà contrôlée par Altice.

5.11. Indemnités de départ au profit des dirigeants en cas d'offre publique

Le Président Directeur général ne bénéficie d'aucune indemnité ou autre avantage de la part de la Société ou de ses filiales en cas de démission ou de révocation, que son départ soit lié ou non à une offre publique. Il en est de même pour les autres administrateurs qui ne sont pas mandataires sociaux.

S'agissant des deux Directeurs généraux délégués, le versement d'une indemnité de départ est réservé au cas de départ contraint lié à un changement de contrôle ou de stratégie (sauf faute grave ou lourde commise lors de l'exercice des fonctions). Le montant de l'indemnité de départ est fixé à six (6) mois de rémunération (fixe et variable), laquelle n'est versée que si les critères de performance de la composante variable de la rémunération ont été atteints au cours des deux exercices précédents celui au cours duquel aurait lieu le départ.

6. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Le 5 août 2016, le Conseil d'administration de la Société a désigné le cabinet Accuracy, représenté par M. Bruno Husson, en qualité d'expert indépendant, conformément aux dispositions de l'article 261-1, I du règlement général de l'AMF, avec pour mission d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Ce rapport, en date du 4 septembre 2016, est intégralement reproduit ci-après.

Expertise Indépendante
dans le cadre de l'Offre Publique d'Echange
initiée par *Altice* sur les titres *SFR Group*

Septembre 2016

Transaction Support & Advisory

Forensics, Litigation & Arbitration

Valuation & Fairness Opinion

Corporate Recovery Services

Economics & Business Analysis

Expertise Indépendante dans le cadre de l'Offre Publique d'Echange initiée par Altice sur les titres SFR Group

SFR Group (ex- *Numericable-SFR*) est l'un des quatre opérateurs Télécom qui se partage le marché français. Le groupe développe des activités de téléphonie fixe et mobile, de fourniture d'accès à Internet et des activités médias. La société est cotée sur le compartiment A de *Euronext* à Paris. Avec une capitalisation boursière de près de 9 mds€ à la date des présentes, *SFR Group* a réalisé en 2015 un chiffre d'affaires de plus de 11 mds€. *SFR Group* est à ce jour détenu par *Altice* (77,77%)¹, des administrateurs de la société (0,14%) et d'autres actionnaires (22,09%).

Altice est un groupe multinational spécialisé dans le câble et les télécommunications, coté sur *Euronext* à Amsterdam. Avec une capitalisation boursière de près de 14,5 mds€ à la date des présentes, *Altice* a réalisé en 2015 un chiffre d'affaires de plus de 14,6 mds€. La participation de 77,77% détenue dans *SFR Group* constitue l'un de ses principaux actifs ; *Altice* détient également des participations dans les câblo-opérateurs américains *Suddenlink* (70%) et *Cablevision (Optimum)* (70%), ainsi qu'un certain nombre de participations (détenues à 100% et regroupées au sein d'*Altice International*) dans des groupes de Télécom au Portugal, en Israël et en République Dominicaine.

SFR Group est né du rapprochement des activités du groupe *Numericable*, détenu historiquement par *Altice*, et du groupe *SFR*, racheté auprès de *Vivendi* en octobre 2014. Au printemps 2016, *Altice* a également apporté à *SFR Group* les activités d'*Altice Media Group* et sa participation dans *NextRadioTV*.

Altice souhaite aujourd'hui simplifier l'organisation capitalistique du groupe et augmenter la liquidité du titre *Altice* en regroupant à son niveau l'actionnariat public de *SFR Group* (ci-après « l'Opération »). Concrètement, cette simplification serait réalisée au travers d'une offre publique d'échange (« l'Offre ») proposée par *Altice* (« l'Initiateur ») et visant les titres *SFR Group* (la « Cible »), à raison de 8 actions *Altice* de classe A pour 5 action *SFR Group*, soit une parité d'échange de 1,60 (« la Parité »). Relevons qu'à la date des présentes, l'Opération n'a fait l'objet d'aucune annonce publique.

L'obligation faite à une société visée par une offre de désigner un expert indépendant résulte du principe général énoncé dans l'article 261-1 du Règlement Général de l'AMF : « la société visée par une offre publique d'acquisition désigne un expert indépendant lorsque l'opération est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein de son conseil d'administration, de son conseil de surveillance ou de l'organe compétent, de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé mentionné à l'article 231-19 ou de mettre en cause l'égalité des actionnaires ou des porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre ». Dans le contexte de l'Offre décrite ci-dessus, la nomination d'un expert indépendant est ainsi requise au titre de la disposition suivante de ce même article 261-1 « lorsque la société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L.233-3 du code de commerce, avant le lancement de l'opération, par l'initiateur de l'offre » (§ I- 1°).

C'est dans ce contexte qu'*Accuracy* a été mandaté par le conseil d'administration de *SFR Group*, en qualité d'expert indépendant, afin de délivrer une attestation sur le caractère équitable, pour les actionnaires minoritaires de *SFR Group*, de la parité d'échange envisagée dans le cadre de l'Opération.

Le présent rapport d'expertise est donc une attestation d'équité au sens de l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF, dont les principes d'élaboration sont détaillés dans l'instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 et dans une recommandation sur l'expertise financière

¹ D'après les états financiers du groupe *Altice* au 30 juin 2016.

indépendante en date du 28 septembre 2006, modifiée le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010. Notre mission d'expertise s'inscrit uniquement dans ce cadre à l'exclusion de tout autre contexte fondé sur d'autres lois ou réglementations étrangères.

Ce rapport est structuré en cinq parties distinctes. La première fournit une présentation synthétique de la société *Accuracy*, des missions d'expertise effectuées au cours des vingt-quatre derniers mois, ainsi qu'une attestation d'indépendance et une description des diligences effectuées dans le cadre de la présente mission. La deuxième partie présente le contexte de l'Opération à travers un bref historique du groupe *Altice*, une description de son portefeuille d'activités actuel et une analyse de la vie boursière des titres *Altice* et *SFR Group* (« les deux Groupes »), et précise enfin l'impact de ce contexte pour les modalités de mise en œuvre des méthodes d'évaluation et l'appréciation du caractère équitable de la Parité. La troisième partie détaille les travaux d'évaluation réalisés pour estimer la valeur des titres *SFR Group* et *Altice* dans le strict respect de l'approche multicritères recommandée par les autorités de marché en pareilles circonstances. La quatrième partie expose nos commentaires sur les éléments d'appréciation de l'Offre proposés par *BNP Paribas* et *JP Morgan*, banques présentatrices de l'Offre (« les Banques »). La cinquième et dernière partie présente nos conclusions sur le caractère équitable de la Parité pour les actionnaires minoritaires de *SFR Group*.

1. Présentation d'Accuracy et des principales diligences effectuées

1.1. Présentation d'Accuracy

Accuracy est une société de conseil en finance d'entreprise détenue en totalité par ses Associés. Implantée en Europe, en Amérique du Nord et en Inde, *Accuracy* propose une large palette de solutions « sur-mesure » en finance d'entreprise dans les cinq domaines suivants : support aux transactions, support aux contentieux, redressement d'entreprises, analyses de marché et évaluations financières.

Forte d'une équipe de plus de 300 consultants (dont cent cinquante à Paris), *Accuracy* dispose d'une grande expérience dans l'évaluation d'activités et d'entreprises, ainsi que dans l'évaluation d'instruments financiers complexes (*management package*, options, actions de préférence, etc.).

Au cours des vingt-quatre derniers mois, *Accuracy* a réalisé les missions d'expertise indépendante suivantes portant sur des sociétés cotées.

Attestations d'équité réalisées par Accuracy depuis septembre 2014

Date	Cible	Initiateur	Type d'opération	Banque présentatrice
sept-15	Lafarge	Lafarge Holcim	Offre publique de retrait, suivie d'un retrait obligatoire	Société générale, UBS
avr-15	Lafarge	Holcim	Offre publique d'échange	Société générale, UBS
nov-14	Rocamat	Rocafin, Rocafin II, Rocafin III	Offre publique de retrait, suivie d'un retrait obligatoire	Oddo & Cie

Accuracy n'a adhéré à aucune des deux associations professionnelles agréées par l'AMF en application de l'article 263-1 de son Règlement Général, estimant que la taille de la société, le large éventail de compétences dont elle dispose en matière d'analyse et d'évaluation financières et les procédures mises en œuvre en interne garantissent le contrôle qualité préalable, à la fois exigeant et indépendant, requis par ce type de mission.

1.2. Personnel associé à la réalisation de la mission

La présente mission a été réalisée conjointement par Bruno Husson et Henri Philippe, Associés d'*Accuracy*.

Depuis le premier retrait obligatoire en septembre 1994, Bruno Husson est intervenu à plus de quatre-vingt-dix reprises en qualité d'expert indépendant pour attester le caractère équitable des conditions financières envisagées pour une opération impliquant les actionnaires minoritaires d'une société cotée en bourse. Bruno Husson est diplômé d'HEC et docteur d'Etat en finance ; il est également Professeur Affilié du *Groupe HEC*, au sein duquel il enseigne la finance d'entreprise depuis 1977.



Henri Philippe, dispose d'une expérience professionnelle de plus de 18 ans dans le domaine de l'évaluation financière et a participé à l'ensemble des opérations citées ci-dessus. Henri Philippe est diplômé de l'ESC Bordeaux, titulaire d'un MBA de la *Wake Forest University* et d'un doctorat en finance de l'*Université Paris-Dauphine* ; il est également chargé de cours au *Groupe HEC*, à l'*Ecole Nationale des Ponts & Chaussées* et à l'*Université de Paris-Dauphine*.

Pour la réalisation de la mission, Bruno Husson et Henri Philippe ont été assistés par Roula Harfouche, Associée spécialisée en évaluation, et d'une équipe de consultants expérimentés dans le domaine du conseil financier.

Roula Harfouche dispose d'une expérience professionnelle de plus de 17 ans dans le domaine de l'évaluation financière, en particulier dans des contextes de litiges. Roula Harfouche est diplômée de l'*EDHEC* et titulaire d'un Master en Management de la *London School of Economics*.

Le contrôle qualité de la présente attestation a été réalisé par Frédéric Duponchel, *managing partner* d'*Accuracy*.

1.3. Déclaration d'indépendance

En conformité avec l'alinéa II de l'article 261-4 du Règlement général de l'AMF (nouveau titre VI relatif à l'expertise indépendante), *Accuracy* atteste « l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par l'Opération et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement lors de l'exercice de sa mission ».

1.4. Rémunération

Le montant des honoraires forfaitaires perçus par *Accuracy* au titre de la présente mission s'élève à 600 000 € hors taxes.

1.5. Diligences effectuées

1.5.1. Programme de travail

Accuracy a mis en œuvre le programme de travail suivant :

- analyse du contexte de l'Opération ;
- entretiens avec des représentants de la banque-conseil de *SFR Group*, *Perella Weinberg Partners* ;
- entretiens téléphoniques avec des dirigeants financiers d'*Altice* et de *SFR Group*² ;
- analyse financière historique des deux Groupes, ainsi que d'un échantillon de sociétés cotées comparables à partir des documents de référence ou rapports annuels de la période récente ;
- analyse de la performance prévisionnelle des deux Groupes à partir des consensus d'analystes financiers établis par les conseils d'*Altice* ;

² Lors de ces entretiens, les dirigeants des deux Groupes ont principalement commenté les résultats du deuxième trimestre 2016 et, en réaction aux consensus d'analystes financiers établis pour les deux Groupes par les conseils d'*Altice*, ont également donné des indications sur leurs objectifs à moyen et long terme en termes de marge opérationnelle et de niveau d'investissement.

- analyse de la vie boursière des titres *SFR Group* et *Alice* sur la période récente (avant l'annonce de l'Opération intervenue après la date des présentes), de la liquidité de ces titres, ainsi que du niveau de suivi par les analystes financiers ;
- examen critique des références d'évaluation représentées par les cours boursiers des actions des Groupes et les prix cibles (*target prices*) des analystes financiers ;
- évaluation des actions des deux Groupes selon une approche multicritères comprenant notamment la mise en œuvre de la méthode des flux disponibles actualisés (ou méthode DCF pour *Discounted Cash Flows*) et de la méthode des comparaisons boursières sur la seule base des données prévisionnelles issues de consensus d'analystes financiers ;
- dans le cadre de ces deux approches, examen approfondi des éléments d'actif et de passif ajoutés ou déduits de la valeur estimée du portefeuille d'activités (ou valeur d'entreprise) pour obtenir la valeur des capitaux propres ;
- dans le cadre de la méthode DCF, construction d'une période d'extrapolation dans l'objectif de rationaliser le calcul d'une valeur terminale à travers l'estimation d'un flux normatif et détermination du taux d'actualisation applicable ;
- dans le cadre de la méthode des comparaisons boursières, identification du sens et de l'importance des biais induits par les inévitables différences existant entre la Société et les sociétés « comparables » dans leur ensemble et au sein même de l'échantillon de référence entre les sociétés comparables elles-mêmes ;
- analyse critique des éléments d'appréciation de la Parité fournis par les banques-conseils de l'Initiateur présentatrices de l'Offre ;
- signature d'une lettre d'affirmation adressée à *Accuracy* par un représentant de *SFR Group* ;
- rédaction du présent rapport d'expertise.

Accuracy considère avoir effectué cette mission en se conformant pleinement au Règlement général de l'AMF et à ses recommandations sur l'expertise financière indépendante.

1.5.2. Calendrier de la mission

Nos travaux ont débuté informellement le 26 juillet 2016. *Accuracy* a été mandaté par le conseil d'administration de *SFR Group* lors de sa séance du 5 août 2016. L'Initiateur nous a fait part le 25 août 2016 des conditions financières qu'il envisageait de proposer dans le cadre de l'Offre sous la forme d'une fourchette de parité et nous a communiqué le 2 septembre 2016 la parité finalement retenue dans le cadre de l'Offre. Nous avons rendu compte de nos travaux aux administrateurs indépendants de *SFR Group* le 2 septembre. Notre mission s'est achevée le 4 septembre 2016 avec la signature du présent rapport.

1.5.3. Informations utilisées

Exception faite des éléments mentionnés plus loin, nos travaux se sont fondés exclusivement sur l'information publique, à savoir :

- communiqués de presse publiés par les deux Groupes ;
- états financiers consolidés des deux Groupes (rapports annuels, comptes au 31 mars et au 30 juin 2016) ;
- états financiers consolidés de certains pôles d'activités ou participations d'*Alice* (*Suddenlink*, *Cablevision*, *Alice International*) ;
- présentations des performances des deux Groupes aux analystes financiers élaborées par *Alice* ;
- notes et études publiées par les analystes financiers sur les titres *SFR Group* et *Alice* depuis mai 2016 ;

- consensus d'analystes financiers sur les deux Groupes établis par les banques conseils d'*Altice* ;
- informations de marché diffusées par les bases de données financières *Bloomberg*, *Capital IQ* et *Mergermarket*.

Afin d'affiner l'estimation des éléments d'actif et de passif ajoutés ou déduits de la valeur estimée du portefeuille d'activités (ou valeur d'entreprise) des deux Groupes au 30 juin 2016 pour obtenir la valeur des capitaux propres à cette date, nous avons bénéficié de quelques informations financières (détails de certains postes de bilan notamment), habituellement disponibles dans les comptes annuels, mais non rendues publiques dans les comptes semestriels et notamment dans ceux du 30 juin 2016.

1.5.4. Limites de nos travaux

Nous avons considéré que les informations que les dirigeants de deux Groupes nous ont communiquées, directement ou indirectement via leurs conseils respectifs, dans le cadre de notre mission étaient fiables et transmises de bonne foi.

En particulier, l'Initiateur nous a transmis un consensus des prévisions réalisées par 24 analystes financiers sur les deux Groupes à partir d'un échantillon de bureaux sélectionnés par ses soins. A partir des notes d'analystes disponibles, nous avons vérifié que certaines de ces prévisions étaient bien issues des notes publiées par les analystes. Les prévisions restantes ne renvoient pas à des notes publiées, mais sont extraites de modèles d'analystes auxquels nous n'avons pas eu accès et que n'avons donc pas été en mesure d'analyser.

Par ailleurs, même s'ils reposent sur une analyse des états financiers des deux Groupes, nos travaux ne constituent en aucune façon un audit, ni même une revue limitée, de ces états financiers.

2. Contexte de l'Opération

2.1. Présentation des sociétés *Altice* et *SFR Group*

2.1.1. *Altice* a grandi rapidement grâce à de nombreuses opérations de croissance externe

Créé en 2002, *Altice* est devenu aujourd'hui un groupe de télécommunication international qui propose à ses clients une offre complète de services d'accès à Internet, de téléphonie fixe et mobile et de contenus audiovisuels. Depuis sa création, le groupe *Altice* s'est développé très rapidement par le biais de nombreuses opérations de croissance externe. Ces opérations ont débuté dans les années 2000 avec notamment le rachat du câblo-opérateur français *Numericable* en 2005 et se sont accélérées avec l'introduction en bourse des actions du groupe en janvier 2014. *Altice* est aujourd'hui présent dans quatre régions du monde : Europe occidentale (essentiellement France et Portugal), Etats-Unis, Israël et République Dominicaine.

La chronologie présentée ci-après présente les principales acquisitions réalisées par la société depuis sa création.

➤ Un groupe constitué en France dans les années 2000 autour de *Numericable* ...

Créé au début des années 2000, *Altice* est à l'origine une société holding dont les deux premiers actifs (*Est Vidéocommunication* et *Coditel*) ont été acquis en France et au Luxembourg en 2002 et 2003 dans le secteur des télécommunications. Le groupe s'est ensuite constitué en consolidant de petits câblo-opérateurs français autour des activités câble de *France Télécom Câble*, *TDF Câble* et *NC Numericable*, acquises en mars 2005 en partenariat avec le fonds d'investissement *Cinven*.

En février 2014, peu après son introduction en bourse, *Altice* a pris définitivement le contrôle de *Numericable* en finalisant le rachat de 10% du capital de la société auprès de ses partenaires financiers *Cinven* et *Carhyle* (entrés au capital de la société en 2007). A la suite de cette opération, *Altice* détenait 40% du capital et la majorité des droits de vote de *Numericable*.

➤ ... qui s'est ensuite étendu géographiquement par le biais d'acquisitions ciblées en Israël et dans les départements et territoires français d'outre-mer ...

Après avoir consolidé le marché des câblo-opérateurs en France, *Altice* a initié sa stratégie d'expansion géographique en procédant à l'acquisition du câblo-opérateur israélien *Hot* (2009) et à trois acquisitions dans les départements et territoires français d'outre-mer et en République Dominicaine (2013 et 2014).

Altice a ainsi finalisé en juillet 2013 l'acquisition d'*Outremer Télécom*, société implantée dans les départements et territoires français d'outre-mer (Martinique, Guadeloupe, Guyane, Mayotte et Réunion). A l'automne 2013, *Altice* a annoncé l'acquisition de deux sociétés implantées en République Dominicaine : *Tricom* (opérateur fixe et mobile) et *Orange Dominicana* (opérateur mobile).

➤ ... avant de prendre une nouvelle dimension en France avec le rachat de SFR ...

Le 24 février 2014, *Altice* a confirmé les rumeurs du marché en annonçant qu'il avait entamé des discussions avec *Vivendi* au sujet d'une éventuelle alliance entre *Numericable* et *SFR*. Ces discussions ont débouché le 5 mars 2014 sur une offre de *Numericable* portant sur le rachat de 100% du capital de *SFR* et assortie d'un prix payé pour partie en numéraire et pour partie en actions du nouvel ensemble *Numericable-SFR*. Après quelques ajustements portant notamment sur la fraction des titres *SFR* payés en numéraire et suscités par les offres successives déposées par *Bouygues Télécom*, lui aussi intéressé par l'acquisition de *SFR*, l'offre de *Numericable* est finalement acceptée par *Vivendi*. En contrepartie de la cession de *SFR*, *Vivendi* obtenait un montant de 13,5 Mds€ en numéraire et une participation de 20% dans la nouvelle entité *Numericable-SFR*, et bénéficiait en outre d'un *earn-out* potentiel de 750 m€. L'acquisition de *SFR* par *Numericable* est effective depuis le 27 novembre 2014.

Dans le cadre de cette acquisition majeure pour *Numericable*, *Altice* est monté une nouvelle fois au capital de sa filiale par le biais de deux opérations successives. En juin 2014, le groupe a tout d'abord exercé des options d'achat et ainsi acquis 2,6% du capital de *Numericable-SFR* auprès des fonds d'investissement *Péchel Industries* et *Five Arrows*. En juillet 2014, *Altice* a ensuite racheté les actions *Numericable-SFR* détenues par *Cinven* et *Carlyle* (opération annoncée au marché le 7 avril 2014), soit un bloc de titres de 34,6% payé pour partie en numéraire et pour partie en titre *Altice* (environ 14% et 20% respectivement). A l'issue de cette opération, *Cinven* et *Carlyle* détiennent 6,7% et 3,3% du capital d'*Altice*.

Dans le même temps, *Altice* poursuivait son expansion en France en annonçant en mai 2014 l'acquisition de l'opérateur de réseau mobile virtuel *Virgin Mobile* pour un prix de 295 m€.

Le 18 février 2015, *Altice* annonçait le rachat de la participation de 20% détenue par *Vivendi* dans le capital de *Numericable-SFR* au prix de 40 € par action dans le cadre d'une double opération : (i) rachat et annulation par *Numericable-SFR* de 10% de ses propres actions, (ii) rachat des 10% restants par *Altice*. A l'issue de cette opération, *Altice* détenait environ 70,4% du capital et des droits de vote de *Numericable-SFR* (78% après retraitement des actions auto-détenues).

➤ ...et à l'étranger avec des acquisitions d'envergure au Portugal et aux Etats-Unis

Jusqu'alors essentiellement présent en France et dans les départements et territoires français d'outre-mer, *Altice* a réalisé en 2014 et 2015 trois acquisitions majeures à l'étranger.

En novembre 2014, c'est l'acquisition de l'opérateur historique portugais *Portugal Telecom* pour une valeur d'entreprise de 7,4 Mds€ dont 500 m€ d'*earn-out*. En mai 2015, c'est ensuite l'acquisition de 70% du capital du 7^{ème} câblo-opérateur américain, *Suddenlink*, pour une valeur d'entreprise de 9,1 Mds\$. En septembre 2015, c'est enfin l'acquisition de 70% d'un second câblo-opérateur américain *Cablevision*, pour une valeur d'entreprise de 17.7 Mds\$. Cette dernière acquisition, qui a donné naissance au 4^{ème} câblo-opérateur aux Etats-Unis comprenait les activités des deux groupes de média, *Newsday Media Group* et *News 12 Networks*, acquis par *Cablevision* en 2008.

- Altice est aujourd'hui un acteur majeur des télécommunications qui a récemment initié une stratégie de convergence entre ses activités télécom et les médias

Altice a récemment initié une stratégie de convergence entre les télécoms et les médias afin de proposer à ses clients fixe et mobile des contenus différenciants et novateurs. Dans un marché devenu mature, cette convergence s'inscrit dans une stratégie de différenciation par rapport à la concurrence.

Dans une première phase, *Altice* a annoncé en juillet 2015 un accord de partenariat avec Alain Weill, détenteur d'une participation de 37,8% dans le capital du groupe de médias *NextRadioTV*, alors coté à Paris sur le marché *Euronext*. Au terme de cet accord, cette participation a été cédée à *Groupe News Participations*, société détenue conjointement par Alain Weill, via son holding patrimonial *News Participations* (51%), et par *Altice*, via sa filiale *Altice Content Luxembourg* (49%), et parallèlement *News Participations* a pris une participation de 24% dans *Altice Content Luxembourg*. Suite à cette acquisition, et conformément à la réglementation boursière, *Groupe News Participations* a déposé le 12 janvier 2016 une OPA sur le solde des titres *NextRadioTV* à un prix de 37 € par action qui extériorisait alors une prime de 30,5% sur le cours moyen des six derniers mois. Les conditions réglementaires étant réunies au terme de cette offre, un retrait obligatoire de *NextRadioTV* est finalement intervenu le 8 février 2016 au même prix de 37 €. Ultime étape de cette opération, la participation de 75% détenue par *Altice* dans *Altice Content Luxembourg* a été reprise par *SFR Group* le 27 avril 2016, à un prix qui intègre par transparence le prix payé pour l'acquisition de *NextRadioTV*, le rachat partiel de la chaîne de télévision N23 et la trésorerie nette générée par la société depuis lors.

Sur un plan juridique, au terme de cette dernière opération, le pourcentage d'intérêt que *SFR Group* détient aujourd'hui dans *NextRadioTV* via ses deux filiale et sous-filiale, *Altice Content Luxembourg* et *Group News Participations*, s'élève donc à environ 37% (soit 75% x 49%). Cependant, sur un plan économique et financier, compte tenu des modalités de conversion de l'obligation convertible, entièrement souscrite par *SFR Group*, que *Group News Participations* a émise pour financer l'acquisition de *NextRadioTV* et de comptes courants ouverts par ses filiales, *SFR Group* a la faculté de faire passer sa participation dans *NextRadioTV* à 100% moyennant un investissement complémentaire de 59 m€, correspondant à l'exercice des options d'achat et de vente conclues entre les deux partenaires sur les participations détenues par *News Participations* dans *Altice Content Luxembourg* et *Group News Participations*³.

En juillet 2015, parallèlement à l'annonce du partenariat avec Alain Weill, *Numericable-SFR* a également indiqué être entré en négociations exclusives pour l'acquisition d'*Altice Média Group France*, filiale d'*Altice* détenue à 100% et regroupant une vingtaine de titres de presse en France (notamment *Libération*, *L'Express*, *L'Expansion*, *L'Etudiant*, *Stratégies*). L'acquisition d'*Altice Media Group* par *SFR Group* a été finalisée le 25 mai 2016.

Parallèlement à ces acquisitions de sociétés dans le secteur des médias, *Altice* a également acquis un certain nombre de droits de diffusion, notamment sportifs. Le 26 novembre 2015, *Altice* a ainsi acquis les droits de diffusion du championnat de football anglais (*Premier League*) en France et à Monaco pour trois saisons à compter d'août 2016.

2.1.2. Altice est désormais un acteur global des télécommunications

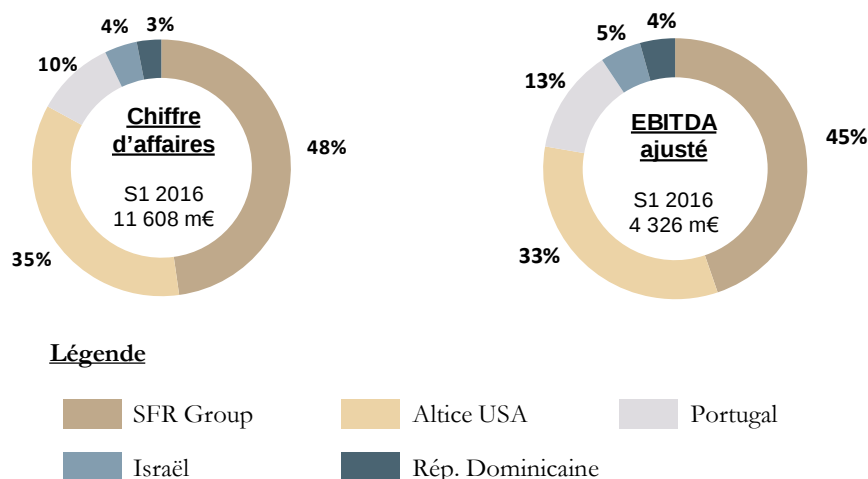
Fruit des nombreuses acquisitions rappelées ci-dessus, *Altice* possède aujourd'hui un portefeuille d'actifs avec des marques renommées qui lui confèrent une présence internationale en Europe

³ Pour cette raison, *NextRadioTV* est consolidé à 100% dans les comptes de *SFR Group* depuis avril 2016.

(SFR, *Virgin Mobile*, *Portugal Telecom*), aux Etats-Unis (*Suddenlink* et *Optimum*, marque commerciale de *Cablevision*), en Israël (*Hot*) et dans les Caraïbes (*Tricom* et *Orange* en République Dominicaine).

Le groupe emploie aujourd'hui près de 55 000 personnes et a réalisé un chiffre d'affaires de 14,6 Mds€ en 2015 et de 11,6 Mds€ au cours du premier semestre 2016 sous l'effet de l'intégration de *Suddenlink* et *Cablevision*. Malgré les différentes opérations de diversification réalisées par *Altice*, *SFR Group* représente encore 48% du chiffre d'affaires et 45% de l'EBITDA du groupe.

Altice – Mix géographique



Source : Résultats pro forma du premier semestre 2016

Les dynamiques de croissance et de rentabilité diffèrent entre les différents actifs du groupe dans la mesure où ceux-ci sont fortement influencés par certaines spécificités nationales. La présente section a pour but d'analyser les performances passées de ces différents actifs.

➤ SFR Group

Un acteur historique sur le marché français

Créé en 1987 dans le giron de la *Compagnie Générale des Eaux* (désormais *Vivendi*), *SFR* est un acteur historique de la téléphonie mobile en France qui a notamment ouvert, en 1992, le deuxième réseau GSM sur le territoire national. Dès 1996, la *Compagnie Générale des Eaux* a lancé une offre de téléphonie fixe en créant un nouveau groupe baptisé *SFR-Cegetel* en partenariat avec d'autres actionnaires internationaux (notamment *Mannesmann* racheté plus tard par *Vodafone*). En 2007, *SFR* a poursuivi la diversification de ses activités en lançant sa première offre ADSL. La même année, il a racheté les activités fixes (téléphonie et ADSL) de *Tele2* en France.

C'est en 2008 que la société a pris véritablement sa forme actuelle à l'occasion du rachat de 100% de son ancienne filiale de téléphonie fixe *Neuf Cegetel* (cédée à *Neuf Télécom* en 2005). Cette opération a ainsi donné naissance à un opérateur télécom généraliste, présent sous la marque *SFR* dans la téléphonie fixe, l'accès à Internet et la téléphonie mobile, et capable de rivaliser avec l'opérateur historique français.

En 2011, *Vivendi* a racheté les 44% de *SFR* encore détenus par *Vodafone* afin de contrôler l'entreprise à 100%.

Des performances en baisse depuis l'arrivée d'un quatrième opérateur mobile en France

Champion national dans les années 2000, *SFR* connaît depuis 2012 une dégradation significative de ses performances opérationnelles sous l'effet de l'arrivée d'un quatrième opérateur mobile en France.

En lançant en janvier 2012 son forfait « Free illimité », le nouvel entrant a en effet engagé une guerre des prix sur le marché de la téléphonie mobile afin de gagner rapidement des parts de marché.

Cette politique commerciale agressive a connu un rapide succès aux dépens des trois grands opérateurs mobiles historiques - *SFR*, *Orange* et *Bouygues Télécom* - qui ont respectivement perdu 200 000, 201 000 clients et 159 000 clients au cours des deux mois qui ont suivi le lancement de *Free Mobile*. Au total, entre décembre 2011 et décembre 2012, *SFR* a perdu presque 800 000 clients mobiles. Par la suite, la société a réussi à limiter le nombre de désabonnements grâce à une stratégie de prix très compétitifs qui a néanmoins tiré ses revenus moyens par utilisateurs à la baisse (-24% entre 2011 et 2013) et dégradé sa profitabilité.

Un groupe en cours de réorganisation

Au cours d'une année 2013 encore une fois marquée par les performances dégradées de sa filiale *SFR*, le groupe *Vivendi* a annoncé en septembre la mise à l'étude d'une scission du groupe en deux sociétés distinctes afin de séparer *SFR* de ses autres activités (médias et musique).

Depuis l'acquisition de *SFR*, *Altice* a engagé un plan de réorganisation ambitieux qui repose notamment sur la réalisation de synergies commerciales entre *SFR* et *Numericable* et la rationalisation de la base de coûts du nouvel ensemble *Numericable-SFR*.

L'environnement concurrentiel du marché français a pesé sur la performance commerciale du groupe. En 2015, *Numericable-SFR* a ainsi perdu près d'un million de clients mobiles et son chiffre d'affaires a baissé de 3,5%, mais ses dirigeants ont néanmoins réussi à stabiliser le revenu moyen par client et à redresser la marge d'EBITDA. Les résultats du premier semestre 2016 ont été accueillis favorablement par les marchés financiers. Le cours de bourse de *SFR Group* a ainsi bondi de 9,4% le 9 août 2016, jour de la publication des résultats, malgré des performances en baisse par rapport à l'exercice précédente (chiffre d'affaires et EBITDA ajusté en baisse de 4,3% et 6,8% respectivement par rapport au 2^{ème} trimestre 2015, perte de 861 000 clients mobiles entre juin 2015 et juin 2016). Le marché a néanmoins apprécié des performances supérieures aux attentes et en amélioration par rapport au premier trimestre 2016.

SFR Group vise désormais l'amélioration de la qualité de son réseau via des investissements conséquents pour déployer rapidement ses réseaux fibre et 4G. La société bénéficie déjà d'un réseau fibre de 8,5 millions de prises éligibles et d'une couverture du territoire de 70% en 4G. Enfin, comme souligné plus haut, elle a engagé une stratégie ambitieuse de convergence entre ses activités télécom et de contenu (médias).

Selon le management du Groupe, le bon maillage territorial des réseaux *SFR* ainsi qu'une offre renouvelée combinant télécommunications et médias devrait permettre de reconquérir des clients et d'augmenter le revenu moyen par abonné afin de redresser le chiffre d'affaires et les marges.

➤ **Altice USA**

Altice USA est né du rapprochement des deux câblo-opérateurs américains régionaux acquis par *Altice* en 2015, *Suddenlink* et *Cablevision*.

Suddenlink est le 7^{ème} plus gros acteur du marché américain. Il est essentiellement présent dans les Etats du Sud du pays (Texas, West Virginia, Louisiana, Arkansas, Arizona) dans lesquels il



comptabilise près d'1,5 million de clients particuliers et 90 000 clients professionnels. Le groupe a réalisé un chiffre d'affaires de 2,4 Mds\$ en 2015.

Cablevision est quant à lui présent dans la métropole new-yorkaise et ses alentours (états de New York, New Jersey et Connecticut) avec plus de 3 millions de clients. La société a réalisé un chiffre d'affaires de 6,5 Mds\$ en 2015.

Altice USA bénéficie d'un marché américain porteur qu'il aborde via deux sociétés bien implantées sur leurs marchés respectifs. Les chiffre d'affaires de *Suddenlink* et *Cablevision* sont ainsi en progression au cours des dernières années (respectivement +10,9% et +4,5% entre 2013 et 2015).

➤ Portugal

Opérateur historique portugais, *Portugal Telecom* est le premier acteur national des télécommunications. A l'époque de son acquisition par *Altice* auprès de l'opérateur brésilien *Oi*, en juin 2015, la société faisait face à des difficultés opérationnelles et financières, conséquences de la forte crise économique qui a marqué le pays depuis 2010. Le chiffre d'affaires a ainsi baissé de 20% entre 2011 et 2015. Au premier semestre 2016, le chiffre d'affaires a continué de baisser (-3% environ par rapport au premier semestre 2015), mais à un rythme atténué.

Le nouvel actionnaire a réalisé d'importantes économies (impact de 120 m€ sur le résultat opérationnel) afin de rétablir la profitabilité. La société possède par ailleurs de nombreux projets visant à soutenir une reprise de l'activité. Le déploiement de la fibre doit ainsi permettre de connecter 3,5 millions de foyers en 2017. Afin d'améliorer les revenus par client, la société mise également sur l'adoption de son offre « quadruple-play » par les clients fixes et sur la conversion en abonnements mensuels d'offres prépayées souscrites par des clients mobiles.

➤ Israël

Altice est présent en Israël via sa filiale *Hot*, qui est née de la fusion de trois câblo-opérateurs israéliens en 2003. Acquisée par *Altice* en 2009, *Hot* propose aujourd'hui une offre fixe (environ 80% du chiffre d'affaires) et mobile. Son chiffre d'affaires s'est élevé à 923 m€ en 2015, en croissance de 4,7% par rapport à 2013.

➤ République Dominicaine

Altice est présent en République Dominicaine depuis 2013 grâce au rachat de deux acteurs locaux, *Orange Dominicana* et *Tricom*, opérant respectivement sur les segments du mobile et du fixe. Dans ce pays, *Altice* est aujourd'hui un acteur généraliste qui exploite le premier réseau de câble et réalise des activités mobile sous la marque *Orange* à la suite de l'accord conclu avec le groupe *Orange* lors du rachat de son ancienne filiale.

2.1.3. Un groupe aujourd'hui endetté, conséquence du mode de financement privilégié pour les acquisitions passées

L'histoire du Groupe a montré qu'*Altice* a grandi rapidement par le biais de nombreuses opérations de croissance externe au cours des dernières années. Ces acquisitions ont été financées par de multiples moyens : augmentations de capital par apport en numéraire ou échange de titres, émissions obligataires et endettement bancaire. Parmi toutes ces formes de financement, le recours à l'endettement financier a souvent été privilégié par le Groupe si bien que le niveau de levier financier (rapport entre l'endettement financier net et la valeur de marché des capitaux propres) d'*Altice* est aujourd'hui élevé.

La présente section synthétise le financement des principales opérations réalisées par *Altice* au cours des dernières années.



En 2013, *Altice* a émis des obligations pour un montant de 1,7 Mds\$ afin de financer ses deux acquisitions en République Dominicaine. Le Groupe a également émis d'autres obligations pour environ 0,3 Mds€ et contracté de nouveaux emprunts bancaires à hauteur de 0,8 Mds€ afin de financer l'acquisition d'*Outremer Telecom* et refinancer une partie de ses dettes existantes.

En avril 2014, l'offre de rachat de *SFR* faite à *Vivendi* prévoyait un paiement de 13,5 Mds€ en numéraire et l'entrée de *Vivendi* à hauteur de 20% dans le capital de la nouvelle entité *Numericable-SFR*. Dans ce cadre, *Numericable* a réalisé en novembre 2014 une augmentation de capital de 4,7 Mds€. *Numericable* a ensuite complété cette opération par l'émission de cinq obligations en euros et en US dollars pour un montant total 8,7 Mds€ et la souscription de nouveaux emprunts bancaires pour 3,8 Mds€, avec pour principal objectif de financer le paiement en numéraire non couvert par l'augmentation de capital et de refinancer une partie de la dette de *SFR* (environ 4,8 Mds€ d'endettement financier net en septembre 2014 avant la finalisation de l'opération).

En 2014, *Altice* a par ailleurs procédé à plusieurs opérations financières qui ont contribué à augmenter le levier financier du groupe. En avril, la société a ainsi émis deux nouvelles obligations en euros et en US dollars pour 4,5 Mds€ afin de financer l'exercice des droits de souscription préférentiels reçus dans le cadre de l'augmentation de capital de *Numericable* et de refinancer une partie de la dette d'*Altice*. Parallèlement, *Altice* est monté au capital de *Numericable* via le rachat d'un bloc d'actions correspondant à 34,6% du capital auprès de *Carlyle* et *Cinven*. La transaction prévoyait un paiement en numéraire (environ 40% du montant de la transaction) et un paiement en actions *Altice* (environ 60% du montant de la transaction). Le paiement en numéraire a été en partie financé par l'augmentation de capital de 911 m€ réalisée le 24 juin 2014, ainsi que par un crédit vendeur de 0,5 Mds€ remboursé en février 2015.

Au cours de la même année 2014, *Altice* a également réalisé l'acquisition de *Portugal Telecom* pour une valeur d'entreprise de 7,4 Mds€. Le prix payé pour 100% des capitaux propres s'élevait alors à 6,1 Mds€ dont 0,5 Mds€ de complément de prix. Le décaissement de 5,6 Mds€ a été financé par l'émission de cinq nouveaux emprunts obligataires en euros et en US dollars pour un montant total de 4,9 Mds€, ainsi que par un nouvel emprunt bancaire de 0,3 Mds€.

En mai 2015, le Groupe annonce le rachat des 20% du capital de *Numericable-SFR* détenus par *Vivendi* dans le cadre de l'acquisition de *SFR* : 10% sont acquis par *Altice* et financés par un crédit vendeur, 10% sont acquis par *Numericable-SFR* via un rachat de ses propres titres financé en partie par une ligne de crédit revolving de 1,1 Mds€.

En mai 2015, *Altice* a également annoncé l'acquisition de 70% de *Suddenlink* aux Etats-Unis, opération en partie financée par un endettement complémentaire de 1,7 Mds\$ chez *Suddenlink*.

En septembre 2015, *Altice* a indiqué avoir acquis 70% de *Cablevision*, opération financée en partie au niveau d'*Altice* par une augmentation de 1,8 Mds\$ et un endettement additionnel de 8,6 Mds\$.

Et finalement, au terme de cette période, riche en opérations de croissance externe, l'endettement financier brut du Groupe au 30 juin 2016 s'élevait à 50,5 Mds€, dont un montant de 15,5 Mds€ localisé chez *SFR Group*, comme le montre le tableau ci-après. Rapporté à une capitalisation boursière de 15,9 Mds€ à la même date, cet endettement, net de la trésorerie, extériorise un levier financier de 3,1.

Dette financière du groupe Altice au 30 juin 2016

<i>en millions d'euros</i>	SFR Group	Cable- vision	Sudden- link	Autres entités	Groupe Altice
Dette financière	15 485	13 327	6 108	15 626	50 546
- Trésorerie et équivalents	367	300	299	544	1 510
= Dette financière nette	15 118	13 027	5 809	15 082	49 036

Source : Présentation investisseurs Altice au 30 juin 2016 (pages 28 à 30)

2.2. Analyse de la vie boursière du titre SFR Group

2.2.1. Liquidité du titre

SFR Group (ex *Numericable*) est coté sur le compartiment A du marché réglementé *Euronext Paris*. Le titre est régulièrement suivi par plus de vingt bureaux d'analyse financière, quinze d'entre eux ayant publié au moins cinq notes depuis le 1^{er} janvier 2016. A fin juillet 2016, *SFR Group* affichait une capitalisation d'environ 9,3 mds€. Enfin, le titre fait partie de l'indice SBF120, indice de référence du marché français.

SFR Group - Liquidité du titre

	Cours de bourse moyen en €	Volume quotidien moyen		Volume cumulé			En m€
		Nombre de titres	En % du capital	Nombre de titres	En % du capital	En % du flottant (1)	
Au 26 août 2016	22,29	135 572	0,0 %	135 572	0,0 %	0,2 %	3,0
Dernière semaine (2)	22,35	175 734	0,0 %	878 672	0,2 %	1,3 %	19,6
Dernier mois (2)	21,75	286 654	0,1 %	6 593 041	1,5 %	9,5 %	143,4
3 derniers mois (2)	22,90	317 259	0,1 %	20 939 082	4,7 %	30,1 %	479,6
6 derniers mois (2)	26,67	292 740	0,1 %	38 056 234	8,6 %	54,7 %	1 015,0
12 derniers mois (2)	30,23	264 120	0,1 %	69 199 382	15,6 %	99,4 %	2 091,8

(1) Le flottant représente l'ensemble des investisseurs détenant moins d'un pourcent du capital

(2) Période précédant le 26 août 2016

Note : Cours de bourse moyen calculé sur la base des cours de clôture

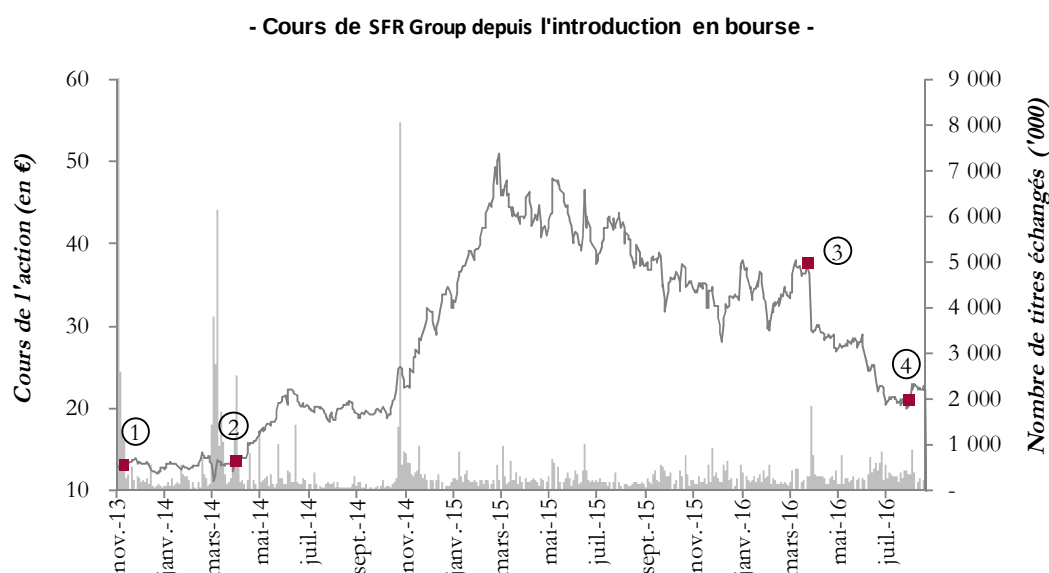
Source : Bloomberg



Le capital de *SFR Group* est principalement détenu par *Altice* (77,8%). Le flottant ne représente ainsi que 22,2% des actions en circulation ; certains actionnaires institutionnels détiennent plus de 1% du capital, parmi lesquels *Capital Group*, *Carmignac*, *Blackrock*, *Marble Arch Investments*. En raison de cette faible part de flottant, les volumes échangés au cours des 12 derniers mois n'ont représenté que 15,6% du capital. Pour autant, au cours de la même période, les transactions journalières se sont élevées à 8,0m€ en moyenne, garantissant ainsi un niveau de liquidité satisfaisant pour les actionnaires minoritaires.

2.2.2. Evolution du cours depuis l'introduction en bourse

Conséquence d'un levier opérationnel significatif (traduction de l'intensité capitalistique) et d'un levier financier élevé, le cours de *SFR Group* réagit fortement à la publication de toute information susceptible d'impacter les perspectives de croissance et de rentabilité de son portefeuille d'activités. Il en résulte une forte volatilité du cours depuis l'introduction en bourse de la société (alors dénommée *Numericable*).



Note : Cours de bourse ajusté des versements de dividendes et de l'augmentation de capital annoncée le 29/10/2014

Source : Bloomberg

Légende du graphique

- 1 - 8 nov 2013 : Introduction en bourse de Numericable, premier cours coté de 13,2€
- 2 - 7 avr 2014 : Annonce de l'acquisition de SFR par Numericable, hausse du cours de 14,8%
- 3 - 1 avr 2016 : Fin des discussions entre Orange et Bouygues Telecom, baisse du cours de 18,0%
- 4 - 9 août 2016 : Résultats du T2 2016 supérieurs aux attentes, hausse du cours de 9,4%

Comme illustré par le graphe ci-dessus, le titre a d'abord connu une période de forte hausse entre début novembre 2013 et début mars 2015, pour atteindre le pic de 50,9 € enregistré le 6 mars 2015, soit un cours près de quatre fois supérieur au premier cours coté de 13,2 € le 8 novembre 2013. L'année 2014 a été marquée par l'annonce de l'acquisition de *SFR* par *Numericable* (avril 2014), puis par la perspective du rapprochement opérationnel entre les deux sociétés pour créer *SFR Group*. Dans le même temps, le groupe a procédé à une série d'opérations majeures pour restructurer le financement (augmentation de capital de 4,7 mds€ et émission d'obligations pour 7,9 mds€).

Depuis le pic du 6 mars 2015, le titre n'a pratiquement pas cessé de baisser, perdant plus de la moitié de sa valeur pour atteindre 22,3 € au 26 août 2016. Conséquence logique de la baisse du

titre et de l'augmentation parallèle de l'endettement, le levier financier augmente fortement (de 0,6 à fin 2014, 1,1 à fin 2015 et 1,5 au 30 juin 2016), ce qui accroît encore la volatilité du titre.

Au cours de cette période, l'information la plus marquante est sans doute celle du 1^{er} avril 2016 relative à la fin des discussions entre *Orange* et *Bouygues Telecom*, car elle signifie l'arrêt brutal du processus de consolidation du secteur en France. Sitôt rendue publique, cette information provoque une baisse significative de l'ensemble des opérateurs français et notamment de *SFR Group* dont le cours baisse de 18%.

Au cours des deux mois suivant cette correction, le cours affiche une relative stabilité avant de connaître une nouvelle phase de baisse prononcée. Le titre perd ainsi environ 30% entre le 7 juin et le 7 juillet 2016, sans doute pénalisé par l'évolution défavorable d'indicateurs clés (nombre de clients notamment) et la perspective d'importantes restructurations (annoncées formellement le 4 août sous la forme d'un plan de départ volontaire visant 5 000 personnes, soit environ le tiers des effectifs du groupe). En fin de période, le 9 août 2016, l'annonce de résultats pour le deuxième trimestre supérieurs aux attentes provoque une hausse du cours de 9% et semble marquer la fin de la tendance baissière.

2.3. Analyse de la vie boursière du titre *Altice*

2.3.1. Structure du capital d'*Altice*

Le 26 juin 2015, le groupe *Altice* a annoncé la fusion-absorption du holding de tête *Altice SA*, société immatriculée au Luxembourg et cotée sur *Euronext* à Amsterdam, avec *Altice NV*, société de droit néerlandais nouvellement créée. A l'occasion de cette opération, la structure du capital du holding de tête a été réorganisée ; le capital de *Altice NV* a ainsi été divisé en deux classes d'actions A et B, chaque actionnaire de *Altice SA* recevant trois actions *Altice NV* de classe A et une action *Altice NV* de classe B (ci-après « action ou titre A » et « action ou titre B »).

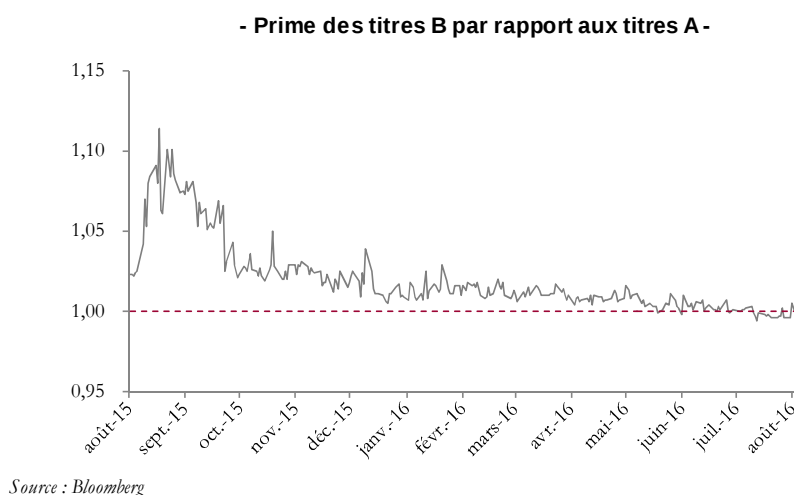
Ces deux classes d'actions ont les mêmes droits économiques (dividende, actif net en cas de liquidation), mais diffèrent par le nombre de droits de vote (respectivement 1 et 25 pour chaque action A et pour chaque action B, en ligne avec les valeurs faciales respectives de 0,01 € et 0,25 € des deux classes de titres). Les porteurs d'actions B peuvent, à leur demande, échanger leurs titres contre des actions A avec une parité effective de 1 pour 1. Les deux classes d'actions ont été admises à la bourse d'Amsterdam le 10 août 2015 par voie d'échange avec les actions anciennes *Altice SA* à raison de 3 actions A et 1 actions B pour chaque action *Altice SA*.

Au 31 mars 2016 (dernière donnée disponible), le capital d'*Altice* comprend 1 113 millions d'actions divisés en 841 millions d'actions de classe A (environ 75%) et 272 millions d'actions de classe B (environ 25%). Via son holding patrimonial *Next*, Patrick Drahi détient 45,1% des actions A et 58,7% des actions B (soit au total 49,6% du capital), ce qui lui confère 57,4% des droits de vote.

Par ailleurs, dès sa constitution, *Altice NV* a procédé à l'émission, au bénéfice exclusif de *Next*, d'un bon de souscription d'actions de préférence A, action d'une valeur nominale de 0,04 € conférant à son détenteur 4 droits de vote, mais aucun droit économique significatif. Le mécanisme sous-jacent a pour objectif de pérenniser le contrôle de *Next* sur le groupe. Il vient se substituer à un mécanisme équivalent qui existait chez *Altice SA*. Le fonctionnement de ce nouveau mécanisme peut être résumé comme suit : dans l'hypothèse où un actionnaire d'*Altice NV* viendrait à franchir le seuil de 20% des droits de vote, *Next* a la faculté d'exercer autant de bons que nécessaire pour détenir, grâce aux actions A et B déjà détenues et aux actions de préférence A nouvellement acquises (moyennant le paiement d'au moins un quart de la valeur

nominale de chaque action de préférence A, soit 0,01 € par titre) un pourcentage du capital égal à 66,67%⁴.

L'existence de ces bons vient considérablement limiter la valeur des droits de vote détenus par les actionnaires minoritaires, car elle interdit le remplacement du management en place via le dépôt de résolutions hostiles en assemblée générale ou le lancement d'une offre publique. De ce fait, dans la mesure où ils bénéficient des mêmes droits économiques et ne diffèrent qu'à raison du nombre de droits de vote, les titres A ou B devrait avoir peu ou prou la même valeur pour des actionnaires minoritaires.



Cette hypothèse est d'ailleurs confortée par l'analyse de la prime des actions B sur les actions A telle qu'extériorisée par les cours de bourse des deux titres. Ainsi, comme indiqué par le graphique ci-dessus, cette prime a certes existé au lendemain de l'introduction en bourse (6,5% en moyenne sur les quatre semaines suivant cet événement), elle n'a pas cessé de diminuer depuis lors et se situe depuis six mois à un niveau proche de zéro. Relevons à cet égard que les titres A et B bénéficient d'une liquidité satisfaisante, les volumes quotidiens échangés étant cependant plus de dix fois plus élevés sur le titre A que sur le titre B (respectivement 17,3 m€ et 1,3 m€ sur le dernier mois à la date du 26 août 2016).

Les titres *Altice* proposés à l'échange par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre sont des actions A. Dès lors, les deux sections à suivre sur la liquidité du titre *Altice* et l'évolution du cours sur la période récente s'appuieront exclusivement sur les données relatives au titre A.

2.3.2. Liquidité du titre *Altice A*

Altice est coté sur le compartiment A du marché réglementé *Euronext Amsterdam* et fait partie des indices *Euronext 100* et *Euro Stoxx 600*. De même que *SFR Group*, le titre est régulièrement suivi par une quinzaine de bureaux d'études, parmi lesquels dix ont publié au moins cinq notes depuis le 1^{er} janvier 2016.

A fin août 2016, la capitalisation boursière d'*Altice* s'élevait à environ 16,4 mds€ avec de fortes variations depuis son introduction en bourse le 31 janvier 2014. Comme indiqué plus haut (cf.

⁴ En l'absence de conversion d'actions B en actions A (opération donnant lieu, pour chaque action B apporté, à l'émission de 25 actions A, dont 1 remis au porteur de l'action B et 24 acquis à titre gracieux par *Altice NV* qui peut en disposer librement), le pourcentage de capital correspondrait précisément au pourcentage de droits de vote.

supra, section 2.3.1), le flottant du titre A représente environ le quart des actions A en circulation. En dépit de cette taille modeste du flottant, le titre bénéficie d'une liquidité satisfaisante : l'équivalent de 73% du capital a été échangé au cours des 12 derniers mois et sur la même période le volume quotidien des titres échangés a atteint en moyenne 34,6 m€.

Altice - Liquidité des actions de classe A

	Cours de bourse moyen en €	Volume quotidien moyen		Volume cumulé			En m€
		Nombre de titres	En % du capital	Nombre de titres	En % du capital	En % du flottant (1)	
Au 26 août 2016	14,01	1 074 799	0,1 %	1 074 799	0,1 %	0,5 %	15,1
Dernière semaine (2)	13,97	846 226	0,1 %	4 231 128	0,5 %	2,1 %	59,1
Dernier mois (2)	13,92	1 243 952	0,2 %	28 610 888	3,5 %	14,5 %	398,2
3 derniers mois (2)	13,84	1 478 759	0,2 %	97 598 074	12,0 %	49,3 %	1 351,0
6 derniers mois (2)	14,23	1 666 971	0,2 %	216 706 237	26,6 %	109,5 %	3 083,0
12 derniers mois (2)	15,32	2 259 152	0,3 %	591 897 845	72,6 %	299,0 %	9 065,5

(1) Le flottant représente l'ensemble des investisseurs détenant moins d'un pourcent du capital

(2) Période précédant le 26 août 2016

Note : Cours de bourse moyen calculé sur la base des cours de clôture

Source : Bloomberg

2.3.3. Evolution du cours depuis l'introduction en bourse

Les titres *Altice* ont été introduits en bourse le 31 janvier 2014, soit environ 3 mois après les titres *Numericable*. Quelques semaines plus tard, début avril 2014, *Altice* annonçait le rachat de *SFR* par sa filiale *Numericable*. Le nouvel ensemble *SFR-Numericable*, détenu à 80% aux côtés du groupe *Vivendi*, représentait alors le principal actif du groupe *Altice*. Dès lors, le parcours boursier d'*Altice* suit logiquement celui de sa filiale *SFR-Numericable*, du moins jusqu'au printemps 2015 lorsque le portefeuille d'activités d'*Altice* commence à se distinguer nettement de celui de sa filiale française sous l'effet des acquisitions réalisées à l'étranger (*Portugal Telecom* en novembre 2014, *Suddenlink* en mai 2015 et *Cablevision* en septembre 2015).

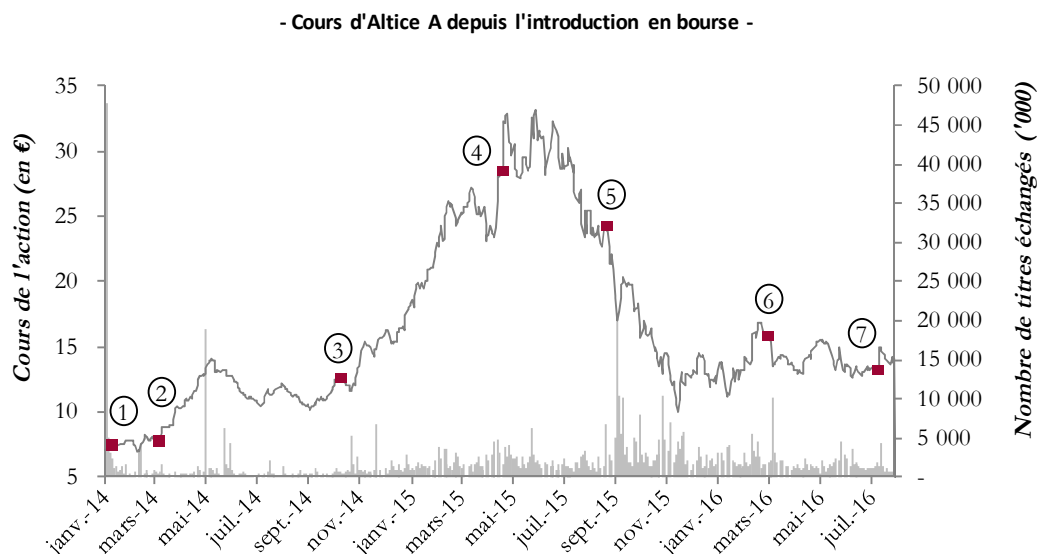
A l'instar du titre *SFR Group*, le titre *Altice* enregistre tout d'abord une hausse spectaculaire : dopé par un levier financier encore supérieur, le cours fait plus que quadrupler, passant de 7,2 €, premier cours coté du 31 janvier 2014, à 33,16 €, plus haut enregistré le 26 juin 2015.

Avec un décalage d'environ 5 mois avec le titre *SFR Group*, le titre *Altice* entame début août 2015 une période de forte baisse qui s'achève début décembre 2015. Le titre perd environ les deux tiers de sa valeur, franchissant à la baisse le seuil de 30 € le 8 août 2015 et touchant le point bas de 10 € le 4 décembre 2015. Entre début décembre 2015 et fin mars 2016, le titre *Altice* regagne cependant 50% par rapport à son point bas, dopé notamment par le feu vert donné par l'autorité de régulation américaine à l'acquisition de *Suddenlink* et au signal positif transmis pour l'acquisition éventuelle de *Cablevision*.

Au cours du deuxième trimestre 2016, en l'absence de nouvelles marquantes autres que celles relatives à la situation de la filiale française du groupe, le titre *Altice* connaît une évolution parallèle à celle enregistrée par le titre *SFR Group*, avec toutefois des mouvements moins prononcés en raison du poids croissant des actifs internationaux, et notamment américains, dans la valeur du groupe. Ainsi, début avril 2016, le titre *Altice* perd environ 12% (contre 18% pour le titre *SFR Group*) suite au coup d'arrêt donné à la consolidation du marché français des télécom. De même, entre le 7 juin et le 7 juillet 2016, sous l'effet de la détérioration de la position concurrentielle de *SFR Group*, le titre *Altice* perd 18% (contre 30% pour le titre *SFR Group*). En revanche, en raison des bonnes performances opérationnelles enregistrées aux Etats-Unis et au Portugal, l'effet favorable de la publication des résultats du deuxième trimestre 2016 est plus



marqué sur le titre *Altice* sur le titre *SFR Group* avec des hausses de cours de 15% et 9% respectivement.



Note : Cours de bourse et volumes ajustés du stock split du 10/08/2015

Source : Bloomberg

Légende du graphique

- 1 - 31 janv 2014 : Introduction en bourse d'Altice, premier cours coté de 7,2€
- 2 - 7 avr 2014 : Annonce de l'acquisition de SFR par Numericable, hausse du cours de 11,5%
- 3 - 2 nov 2014 : Annonce de l'acquisition de Portugal Telecom
- 4 - 20 mai 2015 : Annonce de l'acquisition de Suddenlink, hausse du cours de 11,6%
- 5 - 17 sept 2015 : Annonce de l'acquisition de Cablevision
- 6 - 1 avr 2016 : Fin des discussions entre Orange et Bouygues Telecom, baisse du cours de 11,8%
- 7 - 9 août 2016 : Résultats du T2 2016 supérieurs aux attentes, hausse du cours de 14,9%

2.4. Impact sur la méthodologie d'évaluation

S'agissant de la démarche d'évaluation mise en œuvre, le contexte de l'Offre que nous venons de rappeler a quatre implications essentielles.

- *SFR Group*, et plus encore *Altice*, sont des groupes Télécom relativement diversifiés, dont les différentes activités reposent sur des modèles économiques spécifiques qui offrent des perspectives de croissance différenciées. Dès lors, il n'est pas envisageable d'estimer la valeur de ces deux groupes par une simple approche globale. La démarche d'évaluation doit nécessairement reposer sur une analyse de la valeur de chacune des composantes de ces deux groupes (approche dite « *sum-of-the-parts* »).
- Comme on l'a rappelé, les deux groupes sont de constitution récente. Il existe donc des références de prix de transaction pour estimer la valeur de certaines composantes des deux Groupes de façon suffisamment fiable.
- Par ailleurs, ces différentes opérations de croissance ont été financées par un recours massif à l'endettement financier, si bien que les deux groupes affichent aujourd'hui des leviers financiers élevés (respectivement 1,5 et 3,1 en valeur de marché au 30 juin 2016 pour *SFR Group* et *Altice*). Conséquence directe de cette structure de financement, les différentes méthodes d'évaluation mises en œuvre (DCF, comparaisons boursières, etc.) devront nécessairement conduire à des fourchettes d'estimations de la valeur des actions des deux Groupes relativement larges.

- *SFR Group* poursuit aujourd'hui une stratégie de convergence des activités Télécom et de contenu, qui devrait, à terme, engendrer une plus grande sensibilité de son niveau d'activité à la conjoncture économique générale que par le passé. Dans le cadre de la méthode DCF, cette évolution stratégique sera prise en compte lors de l'estimation de la composante risque du taux d'actualisation. Dans le cadre de la méthode des comparaisons boursières, une attention particulière devra également être portée à la sélection d'un échantillon de sociétés présentant une stratégie similaire.

2.5. Appréciation du caractère équitable de la Parité

L'Offre est une offre publique d'échange volontaire, à laquelle les actionnaires de *SFR Group* sont libres de répondre favorablement ou non en décidant de présenter ou de conserver leurs titres.

Comme nous l'avons rappelé en préambule du présent rapport, la société visée par l'Offre est contrôlée par la société initiatrice qui détient près de 78% du capital. Dès lors, la désignation d'un expert indépendant est requise par la réglementation boursière, car l'Offre est susceptible de générer, au sein du conseil d'administration de la Cible, des conflits d'intérêts de nature à mettre en cause l'égalité de traitement de tous les actionnaires ou, pour le moins, de nuire à l'objectivité de l'avis motivé que les administrateurs doivent rendre sur l'intérêt de l'Offre pour les actionnaires minoritaires.

S'agissant du conflit d'intérêts potentiel, nous avons relevé dans le projet de note d'offre élaboré par *Altice* l'intention du management des deux Groupes « *d'instituer une rémunération spécifique du modèle Altice, qui devrait être formalisée et soumise à l'approbation de leur conseil d'administration à la fin de l'année 2016* »⁵. A nos yeux, un tel projet, annoncé dans le contexte de l'Offre, fait partie des éléments que l'actionnaire minoritaire de *SFR Group* prendra en compte pour mesurer l'intérêt, d'un point de vue financier, de l'offre d'échange formulée par *Altice* et décider de présenter ou non ses titres à l'Offre. A cet égard, nous avons certes relevé dans le projet de note d'offre que la rémunération due par *SFR Group* serait conforme aux pratiques de marché en la matière⁶, mais en l'état actuel du projet nous n'avons pas été en mesure de le vérifier et *a fortiori* d'intégrer le mécanisme envisagé dans nos travaux. De ce fait, ni les conditions définies ci-après pour que la parité proposée par *Altice* puisse être considérée comme équitable pour les actionnaires minoritaires de *SFR Group*, ni les conclusions formulées à cet égard au terme de ce rapport n'ont intégré l'existence éventuelle de ce mécanisme.

Dans le contexte de l'Offre, le présent rapport d'expertise a un double objectif : (i) à titre principal, délivrer une attestation d'équité sur la Parité, (ii) à titre accessoire, éclairer les administrateurs de *SFR Group* sur l'intérêt de l'Offre pour les actionnaires de la Société d'un point de vue strictement financier.

⁵ Selon les termes du projet de note d'offre, cette rémunération qui serait versée par *SFR Group* à *Altice* trouve sa justification dans le fait que *SFR Group* bénéficie du « modèle *Altice* », c'est-à-dire du « *savoir-faire, des méthodes, des processus et des services uniques fournis par les équipes dirigeantes d'Altice* », ce modèle portant notamment « *sur (1) le développement et l'intégration de nouveaux produits et de nouveaux business models, (2) l'amélioration de la qualité des réseaux, (3) l'amélioration de la relation client et de l'expérience client, notamment grâce à des solutions technologiques innovantes, (4) la sélection des fournisseurs stratégiques et l'amélioration des modalités commerciales et techniques de leurs prestations.* »

⁶ Plus précisément, l'Initiateur indique que « *la rémunération perçue par Altice reposerait sur une mesure objective et documentée de la contribution d'Altice à la performance de SFR Group (value-based approach), notamment de l'impact sur l'EBITDA et des principaux indicateurs de performance opérationnelle (KPI's) de SFR Group, permettant d'assurer l'équilibre du modèle pour chacune des parties.* »

Comme la rémunération offerte aux actionnaires minoritaires de la Cible en contrepartie de leurs titres comprend exclusivement des titres de l'Initiateur et non un montant en espèces, l'Offre ne peut déboucher sur la mise en œuvre immédiate d'un retrait obligatoire et ceci quel que soit le résultat de l'Offre. Cependant, comme indiqué dans le projet de note d'offre élaboré par *Altice*, l'Offre pourrait constituer la première étape d'un processus de fermeture du capital de *SFR Group*, processus qui s'achèverait ultérieurement, si les résultats de l'Offre le permettent, par la mise en œuvre d'un retrait obligatoire, qui serait demandée à l'AMF dans un délai de trois mois à l'issue de la clôture de l'Offre, sur la base d'un prix d'indemnisation en numéraire non déterminé à ce jour, ou ultérieurement par le lancement d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire. En raison du contrôle préalable de *SFR Group* par *Altice* et considérant par ailleurs que la réalisation des synergies attendues de l'acquisition de *SFR Group* est supposée résulter du regroupement aujourd'hui effectif de *Numericable* avec *SFR*, nous estimons que le montant des synergies liées au retrait obligatoire (notamment disparition des coûts liés à la cotation en bourse des titres *SFR Group*) est très modeste au regard de la valeur des capitaux propres des deux Groupes et peut de ce fait être négligé dans le cadre de l'appréciation du caractère équitable de la Parité.

Par ailleurs, selon les termes de l'Offre, les titres reçus par l'actionnaire de *SFR Group* en échange de ses propres titres, actions émises par une société de droit français cotée à Paris et donc soumise aux dispositions du Règlement Général de l'AMF, sont des actions de classe A émises par *Altice*, société de droit néerlandais cotée à la bourse d'Amsterdam. A cet égard, nous avons relevé plus haut (cf. *supra*, section 2.3.1) que, à la différence des actionnaires minoritaires de *SFR Group*, les actionnaires minoritaires d'*Altice* ne peuvent bénéficier de la protection liée au mécanisme des OPA ou des résolutions hostiles en assemblée générale. La raison tient à l'existence de deux freins complémentaires. Le premier est l'existence du bon de souscription en actions de préférence A qui a été accordé à la société *Next*, actionnaire contrôlant d'*Altice* ; le second, qui pourrait prendre en partie le relais en cas de disparition du premier, est l'existence des actions B qui disposent chacune de 25 droits de vote et dont une large fraction est détenue par l'actionnaire contrôlant. Parallèlement, comme indiqué dans le projet de note d'offre, l'analyse comparative des dispositions légales ou statutaires existant chez *Altice NV* et chez *SFR Group* débouche sur le même constat d'une moindre protection des actionnaires minoritaires présents au capital d'*Altice NV*⁷. Au total, quand bien même leur impact (négatif) sur la valeur des titres d'*Altice NV* est difficilement mesurable, tous ces éléments doivent *a priori* rentrer en ligne de compte dans la décision de l'actionnaire minoritaire de *SFR Group* de présenter ou non ses titres à l'Offre, même si la situation d'un actionnaire minoritaire dans *SFR Group* est déjà impactée par le contrôle exercé par *Altice*.

Au total, dans le cadre d'analyse défini plus haut, pour que la parité soit jugée équitable (dans le sens « raisonnable ou « acceptable ») pour les actionnaires minoritaires de *SFR Group*, il faut *a minima* qu'elle intègre de façon satisfaisante la valeur des actifs et les perspectives de développement des deux groupes impliqués dans l'Opération. La question de savoir s'il convient d'ajouter une prime afin d'intégrer l'impact négatif des problématiques de gouvernance (et de protection associée des actionnaires minoritaires) évoquées ci-dessus est moins évidente. En effet, les actionnaires minoritaires dont l'investissement dans *SFR Group* représente des montants significatifs par rapport au montant moyen des échanges quotidiens observés aujourd'hui sur le

⁷ Un certain nombre de décisions stratégiques (augmentation de capital par exemple) qui requièrent, dans une société de droit français, le vote des deux tiers des actionnaires réunis en AGE, se prennent à la majorité simple ; par ailleurs, si la nomination d'un nouvel administrateur peu intervenir chez *SFR Group* à l'issue d'un vote à la majorité simple dans le cadre d'une AG, la nomination d'un membre exécutif du conseil d'administration d'*Altice* intervient sur proposition du *Nominating Shareholder (Next)*, laquelle ne peut être rejetée en assemblée générale d'*Altice NV* qu'à la majorité des deux tiers (le quorum devant être supérieur à 50%).

marché du titre (soit environ 6 m€ au cours du dernier mois) pourraient estimer que l'impact négatif des dispositions juridiques évoquées plus haut est compensé par l'impact positif lié à la meilleure liquidité dont ils pourraient bénéficier en recevant des actions *Alice* de classe A. En revanche, ce raisonnement ne s'applique aux actionnaires minoritaires de *SFR Group* qui n'accordent pas le même prix au supplément de liquidité apporté par l'Offre.

3. Evaluation des titres *SFR Group* et *Altice*

La présente section expose les travaux d'évaluation effectués en vue de l'estimation des valeurs de marché des titres *SFR Group* et *Altice*. Ces travaux d'évaluation ont été réalisés dans le respect d'une approche multicritères. Conformément à la recommandation de l'*AMF* relative à l'expertise indépendante n°2006-15 relative à l'expertise indépendante, cette approche s'est appuyée sur l'analyse des références d'évaluation disponibles et la mise en œuvre des méthodes d'évaluation couramment utilisées dans la vie des affaires.

3.1. Références d'évaluation disponibles

3.1.1. Actif net comptable consolidé

Dans le cas présent, pour *SFR Group* comme pour *Altice*, l'actif net comptable ne peut être considéré comme une référence pertinente de la valeur de marché des capitaux propres des deux Groupes, notamment parce qu'il n'intègre ni le *goodwill* généré en interne par la croissance et la rentabilité du portefeuille d'activités, ni les plus-values éventuelles susceptibles d'être dégagées par la cession d'actifs non directement nécessaires à l'exploitation.

3.1.2. Transactions récentes sur le capital ou portant sur certains actifs des deux Groupes

Comme on l'a rappelé (cf. *supra*, section 2.1), les deux Groupes sont de constitution récente et leur périmètre respectif a grandi rapidement au cours des dernières années à la faveur d'opérations de croissance externe. Dans le cadre du financement de ces opérations, de nombreuses transactions significatives ont été réalisées sur les titres des deux Groupes. Cependant, seules les transactions les plus récentes (i.e. datant de moins de six mois) sont susceptibles de constituer des références d'évaluation pertinentes de la valeur de marché des titres des deux Groupes. Or, sur la période récente, nous n'avons identifié aucune transaction significative (par exemple une augmentation de capital ou une cession d'un bloc de titres représentant plus de 10% du capital) susceptible de constituer une référence pertinente de la valeur de marché des actions *SFR Group* ou *Altice*.

Des conditions analogues s'appliquent pour apprécier la pertinence des prix de transaction enregistrés sur certains actifs significatifs acquis par les deux Groupes sur la période récente. S'agissant des actifs portugais (acquis en novembre 2014) et américains d'*Altice* (acquis en mai et septembre 2015), ces références sont *a priori* trop anciennes pour être retenues, et cela d'autant plus que nous n'avons pas été en mesure de conforter la pertinence de ces prix de transaction à la lumière des plans d'affaires établis à la date d'acquisition. En revanche, nous retenons les prix de transaction relatifs aux sociétés *Altice Media Group* et *NextRadioTV*, reprises en mai 2016 par *SFR Group* auprès d'*Altice*, dans les conditions financières exposées plus haut (cf. *supra*, section 2.1.1)⁸.

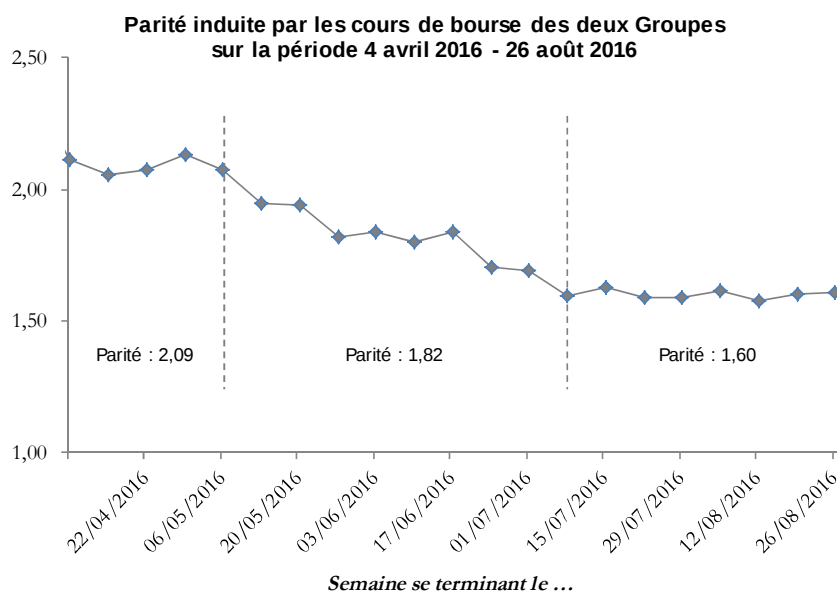
⁸ A cet égard, les dirigeants de *SFR Group* nous ont confirmé dans une lettre d'affirmation qu'ils n'avaient connaissance d'aucun élément susceptible de provoquer une évolution significative de la valeur du portefeuille d'activités des sociétés *Altice Media Group* et *NextRadioTV* depuis leur acquisition par *Altice*.

3.1.3. Parité induite par les cours de bourse

Sur la base des analyses décrites plus haut (cf. *supra*, sections 2.2.1 et 2.3.2), les conditions nous semblent réunies pour assurer une efficacité satisfaisante des marchés des titres *Altice A* et *SFR Group*. Autrement dit, nous considérons que, sous réserve de retenir la période récente en raison des nombreuses évolutions de marché et variations de périmètre décrites plus haut, la parité résultant des cours de bourse constitue une référence pertinente dans le cadre de l'Offre, car nous estimons

que les cours de bourse des titres *Altice* et *SFR Group* intègrent non seulement le potentiel de développement des deux Groupes, mais également leurs caractéristiques spécifiques en termes de droits des actionnaires et de gouvernance, même si leur impact est limité.

Comme souligné plus haut (cf. *supra*, sections 2.2.2 et 2.3.3), l'évènement majeur qui a impacté significativement les cours de bourse des deux Groupes au cours de la période récente est l'annonce, le vendredi 1^{er} avril 2016, de l'échec du projet de rapprochement entre *Orange* et *Bouygues Télécom* (baisse des cours de *SFR Group* et *Altice* de 18% et 12% respectivement le lundi 4 avril 2016). Nous avons donc retenu cette dernière date comme point de départ de notre analyse de la parité historique entre les deux titres.



Source : Bloomberg

Cours moyens hebdomadaires pondérés par les volumes des titres SFR et Altice

Le graphique ci-dessus présente l'évolution de la parité des cours de bourse des deux Groupes sur la période débutant le 4 avril 2016 et finissant le 26 août 2016. Afin d'éliminer le bruit statistique lié à la forte volatilité des deux actions, la parité induite par les cours de bourse des deux Groupes a été établie sur une base hebdomadaire.

Le graphique montre clairement trois phases dans l'évolution de la parité ainsi mesurée.

- Dans le mois qui suit l'annonce de l'arrêt des discussions entre *Orange* et *Bouygues Télécom*, la parité ressort à 2,09 (moyenne hebdomadaire calculée sur les cinq semaines suivant le lundi 4 avril).⁹
- Après cette première période et jusqu'au début du mois de juillet 2016, la parité n'a cessé de décliner (parité moyenne de 1,82), en particulier après l'annonce des résultats de *SFR Group*

⁹ Nous avons considéré que l'efficacité des marchés des deux titres (dans la forme semi-forte) est suffisante pour supposer que tous les effets de l'annonce du vendredi 1^{er} avril sont intégrés dans les cours du lundi 4 avril.

pour le premier trimestre 2016. Au total, cette période est marquée par la désaffection de plus en plus prononcée des investisseurs pour le titre *SFR Group*.

- Depuis le début du mois de juillet 2016, la parité s'est stabilisée aux alentours de 1,60 ; l'annonce des résultats des deux Groupes pour le deuxième trimestre 2016, le 9 août, n'ayant pas remis en cause ce nouvel équilibre.

Sur la base de cette analyse historique des parités induites par les cours de bourse des deux Groupes sur la période récente, nous estimons qu'une fourchette raisonnable de parités est celle définie par les bornes 1,60 et 1,80. Le bas de cette fourchette correspond à la parité induite par les cours de bourse actuels (parité *spot*). Toutefois, nous considérons qu'on ne peut rejeter l'hypothèse selon laquelle la baisse de la parité observée depuis l'annonce de l'échec du regroupement de *Bouygues Télécom* et *Orange* soit en partie le fruit d'une sur-réaction des investisseurs aux nombreuses annonces défavorables relative au titre *SFR Group* au cours de la période. Nous avons donc fixé la borne haute de la fourchette à un niveau égal à la parité moyenne observée sur la totalité de la période (1,80) et proche de la parité moyenne observée sur la période centrale (1,82).

3.1.4. Prix-cibles des analystes financiers

Nous avons constitué un échantillon de sept bureaux d'études qui suivent simultanément *SFR Group* et *Altice* et retenu les notes postérieures à la publication des résultats du deuxième trimestre 2016.

Prix-cibles des bureaux d'analyse suivant les deux groupes

Analystes	Date	Prix cible (€)		Parité induite
		Altice	SFR Group	
Bureau 1	19-août-16	15,0	25,0	1,67
Bureau 2	18-août-16	19,6	43,0	2,19
Bureau 3	10-août-16	19,6	30,9	1,58
Bureau 4	10-août-16	20,0	45,0	2,25
Bureau 5	9-août-16	13,0	34,0	2,62
Bureau 6	9-août-16	16,0	28,0	1,75
Bureau 7	9-août-16	14,1	32,0	2,27
Moyenne		16,8	34,0	2,05

L'analyse de ces prix-cibles fait ressortir une fourchette de parités comprises entre 1,67 et 2,62.

Compte tenu des niveaux de levier financier des deux Groupes (respectivement 3,1 et 1,5 au 30 juin pour *Altice* et *SFR Group* respectivement), toute divergence d'appréciation sur la valeur des portefeuilles d'activités des deux Groupes est mécaniquement amplifiée au niveau de la valeur des titres. D'où la très grande hétérogénéité des prix cibles affichés par les analystes financiers et la pertinence limitée, à nos yeux, de la référence de parité fondée sur des prix-cibles moyens ou médians.

3.2. Méthodologie d'évaluation

3.2.1. Une démarche d'évaluation en trois étapes qui écarte toute approche directe de la valeur des capitaux propres

Nous avons adopté une démarche d'évaluation en trois étapes qui consiste à estimer successivement la valeur du portefeuille d'activités des deux Groupes (ou valeur d'entreprise), la valeur de leur endettement financier net et de leurs actifs/passifs hors exploitation courante, puis par solde entre ces deux composantes la valeur de marché de leurs capitaux propres.

Une telle démarche exclut par construction l'utilisation des méthodes d'évaluation qui visent à déterminer directement la valeur des capitaux propres en une seule étape sans passer par les deux étapes intermédiaires consistant à estimer la valeur d'entreprise et la valeur de l'endettement financier net et des autres éléments d'actif et de passif hors exploitation. A ce titre ont donc été écartées d'emblée les deux méthodes fondées respectivement sur l'actualisation d'un flux de dividendes futurs (méthode DDM pour *Discounted Dividends Model*) ou sur l'utilisation du multiple de résultat net (méthode du PER pour *Price Earning Ratio*). Ces deux méthodes sont certes fondées sur un plan purement conceptuel, mais dans la pratique la première s'avère trop rudimentaire pour fournir une estimation fiable de la valeur de groupes multipolaires, tandis que la seconde exige notamment une similitude des structures financières entre la société évaluée et les sociétés cotées comparables rarement rencontrée dans la réalité.

Les méthodes mises en œuvre (ou pour le moins examinées) pour l'évaluation du portefeuille d'activités des deux Groupes sont les trois méthodes usuellement retenues dans le cadre d'une évaluation multicritères, à savoir la méthode DCF, la méthode des comparaisons boursières et la méthode des transactions comparables. Pour les raisons indiquées plus loin (cf. infra, section 3.6), cette dernière méthode n'a pu être mise en œuvre dans les conditions de fiabilité requises.

3.2.2. Une démarche d'évaluation fondée sur la somme des différentes composantes des deux groupes (*sum-of-the-parts*)

Considérant la diversité des portefeuilles d'activités des deux Groupes, les différentes méthodes d'évaluation retenues ont été mises en œuvre selon une approche par somme des parties (*sum-of-the-parts*). Cette démarche repose sur l'évaluation indépendante de blocs d'actifs homogènes, c'est-à-dire présentant les mêmes modèles économiques et donc des perspectives de croissance et des niveaux de risque similaires.

Dans le cas présent, cette démarche a été contrainte par les jeux de comptes consolidés publiquement disponibles, ce qui nous a empêché de réaliser cette analyse au niveau le plus fin en distinguant les différentes composantes d'*Altice International* (i.e. Portugal, Israël, République Dominicaine et autres). La valeur du portefeuille d'activités de *SFR Group* a ainsi été estimée sur la base de deux composantes (activité Télécom et *Altice Media*) et celui d'*Altice* sur la base de cinq composantes (activité Télécom de *SFR Group*, *Altice Media*, *Cablevision*, *Suddenlink* et *Altice International*).

3.2.3. Information prévisionnelle utilisée pour la méthode DCF et la méthode des comparaisons boursières

Comme indiqué plus haut (cf. *supra*, section 1.5.4), ni le management de l'Initiateur, ni celui de la Cible, ne nous ont communiqué de plan d'affaires. En revanche, l'Initiateur nous a transmis des prévisions d'analystes financiers, datées de mai 2016 à fin juillet 2016, émanant d'un échantillon de 24 bureaux d'études constitué par ses soins. Pour les besoins de notre analyse, nous avons retenu les jeux de prévisions



(i) couvrant la période 2016-2020, (ii) distinguant les cinq composantes retenues dans notre démarche d'évaluation (cf. *supra*, section 3.2.2) et (iii) portant sur les trois agrégats clés suivants : chiffre d'affaires, EBITDA et investissements. Au total, les prévisions retenues sont issues de 15 bureaux d'études pour *Altice* et de 20 bureaux d'études pour *SFR Group*.

Par ailleurs, le management de *SFR Group* nous a confirmé qu'il n'avait pas d'indicateur permettant de penser que les valeurs d'entreprise d'*Altice Media Group* et *NextRadioTV* avaient évolué de façon significative depuis leur acquisition par *SFR Group* en mai 2016. Nous avons donc considéré dans nos travaux la valeur d'entreprise des activités média sur la seule base de leur prix d'acquisition, et avons donc retenu dans nos modèles les prévisions pour la seule l'activité Télécom de *SFR Group*.

Nous n'avons pas reçu de mises à jour du consensus après l'annonce des résultats du deuxième trimestre 2016. En revanche, nous avons eu des entretiens téléphoniques avec les dirigeants d'*Altice* et de *SFR Group* qui nous ont confirmé la pertinence des données du consensus et précisé pour les deux Groupes leurs objectifs ou ambitions à moyen terme notamment en termes de marge opérationnelle et de taux d'investissement.

Les principales évolutions qui ressortent du consensus d'analystes ainsi établi peuvent être résumées comme suit.

S'agissant de la croissance de l'activité, seul *Suddenlink* affiche une progression significative du chiffre d'affaires avec un taux de croissance composé annuel (TCCA) de +4,4%. En revanche, pour *SFR Group*, *Altice International* et *Cablevision*, les analystes financiers anticipent une quasi-stabilité ou une faible progression du chiffre d'affaires sur la période 2016-2020.

S'agissant des marges opérationnelles, la situation est plus contrastée.

- Le consensus fait apparaître des ambitions très importantes pour *SFR Group* et *Cablevision*, dont les marges d'EBITDA progresseraient respectivement de 6,1 pts et 7,2 pts sur la période 2016-2020. Chez *SFR Group*, les analystes intègrent dans leurs prévisions l'impact des plans de restructuration annoncés récemment par le management du groupe, dans un contexte de marché français des Télécoms difficile. Chez *Cablevision*, la problématique est tout autre. Lors de l'annonce de l'acquisition du groupe en septembre 2015, les dirigeants d'*Altice* avait clairement annoncé leur ambition de réaliser des synergies de l'ordre de 900 m\$ par an en rythme de croisière. Le consensus des analystes intègre une fraction (de l'ordre de 40%) de cette ambition.
- Le consensus affiche également une progression importante de la profitabilité chez *Suddenlink*, dont la marge d'EBITDA augmenterait sur la même période de 4,2 pts. Les explications de cette évolution sont doubles : le plan de synergies annoncé à l'acquisition (215 m\$ en rythme annuel) apparemment très largement intégré dans les prévisions des analystes, la croissance soutenue du chiffre d'affaires (+4,4% par an en moyenne sur la période) dans un marché localement dynamique et pour une activité caractérisée par un fort levier opérationnel élevé.
- Le consensus extériorise enfin une faible amélioration de la profitabilité chez *Altice International* dont la marge d'EBITDA progresserait de 1,9 pts sur la période 2016-2020.

3.3. Données et paramètres financiers communs aux deux méthodes d'évaluation retenues

3.3.1. Eléments pris en compte pour passer de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres (y compris intérêts minoritaires)

Pour la mise en œuvre des deux méthodes d'évaluation retenues dans le cadre de nos travaux (méthode DCF et méthode des comparaisons boursières), nous avons estimé les différents éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres (y compris intérêts minoritaires) au 30 juin 2016 sur la base des arrêtés comptables des deux Groupes à cette date.

Dette financière nette

La dette financière nette d'*Alice* au 30 juin 2016 (49 036 m€, dont 15 118 m€ logés chez *SFR Group*) n'intègre que les éléments assujettis à des clauses restrictives (*debt covenants*). Elle est principalement constituée d'emprunts obligataires (40 405 m€, dont 11 766 m€ logés chez *SFR Group*) dont la valeur de marché ne diffère pas de manière significative de la valeur comptable.

Autres passifs financiers

Cette rubrique comprend principalement les instruments dérivés, la titrisation, l'affacturage inversé (*reverse factoring*), la dette émise par *Cablevision* et garantie par la valeur de ses actions *Comcast* (cf. *infra*, rubrique « autres actifs et passifs hors exploitation »), la *vendor note* de *Suddenlink*, les intérêts courus et la dette de crédit-bail.

Provisions pour retraites

La provision pour retraites et assimilés, nette des actifs des régimes afférents, correspond aux droits acquis par les salariés de *SFR Group* et *Alice* à date. Comme la charge de désactualisation (« *interest cost* ») liée aux retraites est comptabilisée dans le résultat financier et non dans les frais de personnel (qui incluent le coût des services rendus ou « *service cost* »), cette provision a été intégrée dans les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres.

Dans le cadre d'une évaluation financière, il convient également de prendre en compte les droits que les salariés acquerront dans le futur. Sur la base des seules informations fournies dans les comptes des deux Groupes, nous considérons que la valeur de ces droits futurs est appréhendée à travers le « *service cost* » implicitement intégrée dans les prévisions de marge opérationnelle et donc dans les *free cash flows* futurs des deux Groupes.

Autres provisions

Les provisions correspondent essentiellement aux provisions pour risques et litiges, coûts de restructuration et remise en état. Les décaissements afférents à ces provisions ne sont *a priori* pas pris en compte dans les prévisions des analystes financiers, si bien que le montant de ces provisions a été intégré aux éléments de passifs hors exploitation.

Cette rubrique comprend également la valeur actuelle des coûts résultant des restructurations qui seront mises en œuvre chez *Cablevision*, *Suddenlink* et *SFR Group*, sur la base des estimations communiquées par l'Initiateur.

Autres actifs (passifs) hors exploitation

Les autres actifs financiers correspondent essentiellement aux actions *Comcast* détenues par *Cablevision* et à d'autres actifs et passifs moins significatifs détenus en vue d'être cédés. Cette rubrique intègre également le prix d'acquisition des licences 4G relative à la technologie LTE, non réglé à la date du 30 juin 2016.

Actifs et passifs d'impôts différés

Nous n'avons pas pris en compte les passifs d'impôts différés résultant des allocations de prix d'acquisition (*Purchase Price Allocation – PPA*) réalisées au lendemain des opérations de croissance externe. En revanche, cette rubrique intègre les actifs et passifs d'impôts différés résultant de décalage temporaire (notamment ceux associés aux provisions).

S'agissant des impôts différés actif liés aux pertes fiscales reportables, les dirigeants financiers des deux Groupes nous ont communiqué le montant des déficits fiscaux reportables au 31 décembre 2015 pour *SFR Group*, *Altice US*, et *Altice International*, ainsi que les taux d'impôts applicables pour le calcul des économies d'impôt afférentes. Sur cette base, nous avons calculé la valeur actuelle des économies d'impôts potentielles, sur la base des règles fiscales en vigueur dans les pays concernés et en utilisant les taux d'actualisation définis plus loin pour la mise en œuvre de la méthode DCF (cf. *infra*, section 3.4.2).

Participations dans les sociétés mises en équivalence et les co-entreprises

Les participations dans les sociétés mises en équivalence ont été retenues pour leur valeur comptable.

Trésorerie issue de l'exercice des stocks options

La trésorerie issue de l'exercice des stock-options « dans la monnaie » au 26 août 2016 a été prise en compte pour un montant de 295 m€ au niveau d'*Altice* et de 26 m€ au niveau de *SFR Group*.

Synthèse

Le tableau ci-après récapitule les éléments susmentionnés pris en compte pour passer de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres au 30 juin 2016.

Endettement financier net et autres ajustements (hors intérêts minoritaires)		
en m€	SFR Group	Altice
Dette financière nette	15 118	49 036
+ Autres passifs financiers	1 234	4 209
+ Provisions	1 542	3 024
- Autres actifs (passifs) non courants	(118)	1 258
- Actifs et passifs d'impôts différés nets	543	1 999
- Participations dans les entreprises associées	55	67
- Trésorerie issue de l'exercice des stocks options	26	295
= Montant total au 30 juin 2016	17 388	52 650

3.3.2. Nombre d'actions pris en compte pour le calcul de la valeur de l'action à partir de la valeur estimée des capitaux propres

Les modalités de calcul du nombre d'actions pris en compte pour estimer la valeur unitaire des actions sont détaillées dans le tableau ci-après. Ce calcul s'appuie sur le nombre total d'actions émises diminué du nombre d'actions auto-détenues au 30 juin 2016. Nous avons en outre considéré la dilution potentielle liée à l'exercice des *stock-options* dans la monnaie.

Nombre d'actions dilué de SFR Group et Altice		
	SFR Group	Altice
Nombre d'actions total	442 366 919	1 113 551 662
- Nombre d'actions auto-détenues	40 381	25 426 560
= Nombre d'actions libres	442 326 538	1 088 125 102
+ <i>Stock-options</i> dans la monnaie (*)	2 272 711	36 770 000
= Nombre d'actions dilué	444 599 249	1 124 895 102

(*) Cours de référence au 26 août 2016

3.4. Méthode DCF

3.4.1. Flux annuels sur la période de prévisions explicites

La période de prévision explicite considérée pour la mise en œuvre de la méthode DCF est celle définie par le consensus d'analystes financiers, soit la période 2016-2020.

Les flux annuels pris en compte (*free cash flows*) ont été calculés à partir des montants d'EBITDA et d'investissement du consensus pour l'ensemble des composantes du groupe *Altice*, à l'exception de *Cablevision*, dans le scénario haut, pour les raisons indiquées ci-après dans la description des modalités de détermination de la valeur terminale.

Les deux autres éléments de calcul des *free cash flows*, variations de BFR et impôts à dette nulle, ont été estimés par nos soins. S'agissant des variations de BFR, nous nous sommes appuyés sur les ratios extériorisés dans les bilans au 30 juin 2016. En ce qui concerne les impôts à dette nulle, nous avons notamment modélisé sur une période de temps approprié l'amortissement (fiscalement déductible) des immobilisations existantes au 30 juin 2016 et des immobilisations futures résultant des investissements et calculé les économies d'impôts afférentes sur la base des taux d'impôts en vigueur.

3.4.2. Détermination d'une valeur terminale

La valeur terminale de chacune des quatre composantes du groupe *Altice* évaluées à l'aide de la méthode DCF a été déterminée au terme de l'horizon de prévisions explicites (soit fin 2020). La méthode utilisée est la méthode usuelle consistant à actualiser, sur un horizon indéterminé, un flux normatif assorti d'un taux de croissance perpétuel fixé à 1,5%. Ce taux est voisin du taux d'inflation anticipé sur le long terme et cohérent avec les composantes implicites du taux sans risque pris en compte dans la détermination du taux d'actualisation (cf. *infra*, section 3.4.3).

Les deux paramètres clés pour l'estimation du flux normatif des différentes composantes du Groupe sont la marge d'EBITDA et le niveau d'investissement. S'agissant des investissements, nous nous sommes appuyés sur les indications données par les dirigeants des deux Groupes. S'agissant des marges d'EBITDA, nous avons conservé les niveaux anticipés par le consensus en fin de période (2020) pour les composantes *Altice International* et *Suddenlink* en raison d'une visibilité jugée satisfaisante sur les perspectives de développement. Pour les composantes activités Télécom de *SFR Group* et *Cablevision*, nous avons en revanche ajusté les niveaux de fin de période anticipés par les analystes sur la base des considérations suivantes.

Il ressort de l'historique récent des deux Groupes et des entretiens que nous avons eus avec leurs dirigeants que deux incertitudes majeures affectent l'évolution de la profitabilité du groupe *Altice* dans son ensemble.

La première concerne les activités Télécom de *SFR Group* et porte sur la capacité du groupe à faire progresser sa marge dans un marché français des Télécoms très concurrentiel. Comme on l'a vu plus haut (cf. *supra*, section 3.2.3), le consensus des analystes financiers anticipe une progression de la marge d'EBITDA de 6,1 pts sur la période 2016-2020. Même si, à l'horizon du consensus (2020), ce niveau de marge reste légèrement en deçà des attentes du management, il s'agit tout de même de perspectives ambitieuses. Dans un scénario optimiste, nous avons considéré que *SFR Group* serait à même de maintenir après 2020 une marge d'EBITDA égale à la marge moyenne affichée sur la période du consensus, malgré le contexte concurrentiel difficile du marché français des Télécoms. Dans le cadre d'une hypothèse plus pessimiste, nous avons retenu un niveau de marge inférieur de 3 pts à celui du scénario précédent, soit un niveau un peu supérieur à celui attendu pour 2016.

La seconde incertitude concerne *Cablevision* et porte sur la capacité du Groupe à réaliser pleinement les synergies attendues de l'acquisition. Comme on l'a rappelé plus haut, le management d'*Altice* a clairement affiché son ambition de réaliser 900 m\$ de synergies en rythme annuel. Le consensus fait apparaître que seule une fraction de ces synergies (40% environ) est aujourd'hui prise en compte par les analystes financiers à l'horizon 2020. Dans un scénario pessimiste, nous avons retenu pour le calcul du flux normatif le niveau de marge anticipé par les analystes financiers à l'horizon 2020, ce qui sous-entend soit que le plan de réalisation des synergies n'aura pu être mené à son terme, soit que, en raison de la pression concurrentielle, une fraction des synergies a été rendue aux clients sous une forme ou une autre (réduction de prix ou extension du service rendu pour un prix inchangé). Dans un scénario optimiste, nous avons

considéré que les deux tiers des synergies envisagées par le management seraient effectivement réalisées sur la période du consensus (ce qui signifie un ajustement à la hausse des prévisions des analystes sur cette période) et conservés sur une période indéterminée au-delà de 2020.

La combinaison de ces quatre scénarios donne quatre estimations possibles de parité entre les actions *Altice* et *SFR Group*. Les niveaux de parité extrêmes qui définissent la fourchette affichée plus loin sont obtenues (i) pour la borne inférieure de la fourchette, en retenant le scénario haut pour *Cablevision* et le scénario bas pour les activités Télécom de *SFR Group*, (ii) et pour la borne supérieure, en retenant le scénario bas pour *Cablevision* et le scénario haut pour les activités Télécom de *SFR Group*.

3.4.3. Détermination du taux d'actualisation

Dans le contexte d'une évaluation financière par la méthode DCF, nous considérons que le taux approprié pour actualiser les flux attendus d'un portefeuille d'activités est le coût d'opportunité du capital spécifique à ces activités, c'est-à-dire un taux intégrant exclusivement le risque non diversifiable de ces activités et donc indépendant des modalités retenues pour leur financement.

Ce taux est déterminé à partir de la formule usuelle du MEDAF avec les composantes suivantes.

- Taux sans risque.

Les rendements des emprunts d'Etat de la zone Euro sont impactés de façon très contrastée par le contexte actuel des marchés financiers : ils ont fortement baissé dans les pays considérés comme sûrs en termes de risque crédit (Allemagne, Suisse, France notamment), ils ont augmenté dans les pays concernés par la crise de la dette publique. Cette situation se traduit par une volatilité inhabituelle des taux de rendement des emprunts d'Etat, ce qui rend plus délicate la détermination d'un taux sans risque. Dans ce contexte, la meilleure référence de taux sans risque dans la zone euro serait donnée par le taux payé par un groupe européen noté AAA pour un emprunt à 10 ans. En l'absence de ce type de référence, nous avons retenu dans le cadre d'une approche normative un taux sans risque de 3,5%, soit un niveau intégrant un taux d'intérêt réel (hors inflation) de 2,0% sur le long terme et un taux d'inflation anticipé à long terme de 1,5%.

- Coefficient bêta désendetté.

Le coefficient bêta anticipé d'une activité est généralement estimé selon une approche analogique historique à partir de coefficients bêtas des actions de sociétés cotées comparables obtenus par une régression linéaire des rentabilités de ces actions sur la rentabilité d'un indice de marché. Concrètement, les coefficients bêta des actions des sociétés comparables sont estimés si possible sur une longue période (4 et 5 ans) sur la base de rentabilités mensuelles afin de réduire le « bruit statistique » engendré par des séries d'observations constituées sur des périodes plus courtes. Seuls les coefficients bêta issus de régressions dont le R^2 est supérieur à 15% sont ensuite retenus. Puis, les coefficients bêta ainsi obtenus sont « désendettés » afin d'éliminer l'impact de la structure financière et d'obtenir une fourchette d'estimations du coefficient bêta de l'activité sous-jacente.

Afin d'estimer ces coefficients bêta historiques, nous avons retenu le même échantillon de sociétés comparables que celui retenu pour la mise en œuvre de la méthode des comparaisons boursières (cf. *infra*, section 4.4). Le résultat de cette analyse est un coefficient bêta désendetté compris entre 0,4 et 0,8 pour les opérateurs Télécoms européens et entre 0,6 et 0,8 pour les câblo-opérateurs américains.

Les niveaux de coefficient bêta obtenus pour les opérateurs Télécom semblent anormalement bas, mais peuvent s'expliquer au travers d'une analyse qualitative du risque systématique du secteur. Les deux déterminants du risque systématique qui pèsent sur une activité (et donc sur son coefficient bêta) sont sa sensibilité à la conjoncture économique générale et son levier opérationnel. Historiquement, le niveau d'activité des opérateurs

Télécom est apparu relativement insensible à l'évolution de la conjoncture (ce qui laisse anticiper un coefficient bêta très nettement inférieur à la moyenne), alors que l'intensité capitalistique et donc le levier opérationnel de ces opérateurs est relativement élevé (ce qui laisse augurer un coefficient bêta supérieur à la moyenne). Il en résulte logiquement un coefficient moyen d'environ 0,6, soit par exemple un niveau légèrement inférieur à celui de la grande distribution alimentaire en Europe.

Pour l'avenir, compte tenu de la maturité relative du secteur en Europe et de la pression concurrentielle en résultant, on peut tabler sur une augmentation de la sensibilité des revenus des opérateurs Télécom à la conjoncture économique générale, facteur qui pourrait être renforcé dans les deux Groupes par la stratégie de « convergence » des activités médias et Télécom. Parallèlement, l'intensité capitalistique du métier devrait rester élevé en raison des investissements nécessaires.

Sur ces bases, nous avons retenu pour les quatre composantes du groupe *Altice* évaluées à l'aide de la méthode DCF un coefficient bêta désendetté en haut de la fourchette des coefficients bêta observés, soit 0,8.

- Prime de risque moyenne anticipée sur le marché des actions.

Nous retenons une prime de 4,5%, soit un niveau qui se situe dans le haut de la fourchette des estimations données par les études académiques les plus récentes sur la question, et ceci en raison du risque systémique que la crise financière de l'automne 2008 a mis en évidence et qui vient limiter les bénéfices de la diversification internationale.

- Prime de risque pays.

S'agissant de la composante *Altice International*, nous avons considéré une prime de risque pays pour les activités opérées en Israël et en République Dominicaine. Pour chacun des deux pays concernés, la prime a été estimée sur la base des différences observées, pour des maturités et des monnaies identiques, entre les taux de rentabilité offerts par des emprunts d'Etat considérés comme sans risque et les taux offerts par les emprunts émis par les Etats des deux pays considérés.

Sur la base de ces différents paramètres, les taux d'actualisation retenus pour l'évaluation des quatre composantes du groupe *Altice* s'élèvent à 7,1% pour les activités Télécom de *SFR Group* et les activités de *Suddenlink* et *Cablevision* et à 7,84% pour les activités d'*Altice International*.

3.4.4. Résultats de la méthode

Les cinq composantes du groupe *Altice* n'étant pas détenues à 100% par les actionnaires du groupe, l'évaluation du titre doit prendre en compte la valeur des intérêts minoritaires. La majeure partie de ces intérêts minoritaires se situent au niveau des sociétés de tête des groupes *SFR Group* (détenu à 78% par *Altice*), *Suddenlink* (détenu à 70%) et *Cablevision* (détenu à 70%). La valeur de ces intérêts minoritaires a été estimée sur la base des valeurs estimées des portefeuilles d'activités des trois groupes concernés dans les différents scénarios. Les intérêts minoritaires restants, qui se situent à des niveaux inférieurs dans l'organigramme du groupe *Altice*, ont été pris en compte à leur valeur comptable au 30 juin 2016.

Comme indiqué dans le tableau ci-après, la valeur des titres *SFR Group* au 30 juin 2016 ressort dans une fourchette d'estimations comprises entre 20,3 € et 26,8 €.

Valeur des titres SFR Group au 30/06/2016

en m€	SFR Group	
	Sc. Bas	Sc. Haut
Valeur d'entreprise ¹	26 498	29 370
- Endettement financier net et autres ajustements	17 388	17 388
- Intérêts minoritaires	77	77
= Valeur des capitaux propres	9 033	11 906
/ Nombre d'actions dilué (millions)	445	445
= Valeur de l'action (en euros)	20,3	26,8

(1) Y compris valeur des activités Média à leur coût d'acquisition

Le tableau ci-après donne la valeur du titre *Altice* dans quatre scénarios distincts, établis en prenant en compte les deux scénarios considérés pour les activités Télécom de *SFR Group* et les deux scénarios considérés pour les activités d'*Altice USA* (*Suddenlink* et *Cablevision*). La valeur du titre *Altice* varie ainsi dans une fourchette d'estimations comprises entre 11,6 € et 14,7 €.

Valeur des titres Altice au 30/06/2016

en m€	SFR Group (Scénario Bas)		SFR Group (Scénario Haut)	
	Altice USA	Altice USA	Altice USA	Altice USA
	Scénario Haut	Scénario Bas	Scénario Haut	Scénario Bas
Valeur d'entreprise	72 429	70 561	75 302	73 434
- Endettement financier net et autres ajust.	52 650	52 650	52 650	52 650
- Intérêts minoritaires	5 471	4 905	6 110	5 544
= Valeur des capitaux propres	14 308	13 006	16 542	15 240
/ Nombre d'actions dilué (millions)	1 125	1 125	1 125	1 125
= Valeur de l'action (en euros)	12,7	11,6	14,7	13,5
Parité induite	1,60	1,76	1,82	1,98

L'amplitude de cette fourchette d'estimations n'est pas surprenante ; elle nous semble en effet cohérente avec les niveau élevé du levier financier du Groupe qui a pour effet d'amplifier l'impact des incertitudes qui pèsent aujourd'hui sur certaines composantes de son portefeuille d'activités (coûts et résultats de la stratégie de convergence, montant des synergies réalisées chez les câblo-opérateurs aux Etats-Unis, etc.)¹⁰.

Comme indiqué par le tableau ci-dessus, la parité induite par les estimations obtenues via la méthode DCF pour les titres *SFR Group* et *Altice* varie entre 1,60 et 1,98.

3.5. Méthode des comparaisons boursières

Choix des multiples pertinents

Pour la mise en œuvre de la méthode des comparaisons boursières, nous avons écarté les multiples de résultat net (PER) en raison des biais apportés par des différences éventuelles de

¹⁰ Une explication similaire peut être avancée pour expliquer l'amplitude de la fourchette des estimations obtenues pour le titre SFR Group.

structure financière. De même, les multiples de chiffre d'affaires ont été rejetés en raison des biais résultant des écarts de rentabilité.

Du fait des écarts majeurs en termes de politique d'amortissement entre les différentes sociétés considérées, nous avons également écarté les multiples d'EBIT de nos analyses. En négligeant les biais résultant des écarts d'intensité capitalistique entre les sociétés considérées, on pourrait fonder l'analyse sur les multiples d'EBITDA. Toutefois, afin de tenir compte des écarts existant en matière d'investissement, nous avons privilégié les multiples assis sur l'agrégat composite « EBITDA – *Capex* ».

Sélection d'un échantillon de sociétés comparables

Dans une première étape, afin de prendre en compte le premier déterminant des multiples, à savoir le risque systématique, nous avons constitué un échantillon de sociétés cotées engagées dans des activités comparables pour chacun des portefeuilles d'activités considérés.

S'agissant des portefeuilles d'activités de *SFR Group* (hors media) et d'*Altice International*, nous avons constitué un échantillon unique, considérant qu'il n'existait pas de différence majeure, en termes de modèles économiques et de risques non diversifiables, entre les différents opérateurs Télécom des pays considérés. Nous avons ainsi constitué un échantillon de onze opérateurs Télécom, essentiellement européens, considérés comme raisonnablement comparables à la fois à *SFR Group* et aux filiales d'*Altice International*.

Dans le cadre de la constitution de ce premier échantillon, nous avons écarté de nombreux opérateurs Télécom en raison de leur taille, synonyme d'une large diversification tant en termes d'activités que de zones géographiques. Nous avons également écarté certains opérateurs régionaux ou locaux qui opèrent sur des zones géographiques spécifiques (opérateurs implantés en Amérique latine, en Israël et aux Caraïbes). Parmi les onze sociétés identifiées, nous avons également écarté *Iliad SA*, dont le niveau de maturité (et donc la stratégie d'investissement) diffère très significativement des niveaux de maturité observés chez *SFR Group*, *Altice International* et les autres sociétés comparables. Au total, l'échantillon retenu comprend dix sociétés Télécoms européennes (« échantillon Télécom ») : *KPN*, *NOS*, *Orange*, *Proximus*, *Sunrise*, *TDC Group*, *Tele Columbus*, *Telefonica Deutschland*, *Telekom Austria*, *Telia*.

S'agissant des activités d'*Altice USA*, nous avons écarté les sociétés n'opérant pas principalement sur le câble (ex. satellite) et retenu dans un premier temps un échantillon comprenant trois câblo-opérateurs américains : *Cable ONE*, *Charter Communications* et *Comcast Corporation*. Dans un deuxième temps, nous avons écarté *Cable ONE* en raison du revirement stratégique en cours vers le haut débit et le B2B.

L'échantillon restreint ainsi obtenu (« échantillon câblo-opérateurs américains ») constitue selon nous une base de comparaison raisonnable pour *Altice USA*. Il convient cependant de noter deux différences majeures : les deux sociétés retenues affichent des tailles nettement supérieures à *Altice USA* et sont également engagées dans des activités de production de contenu.

Mise en œuvre de la méthode

La mise en œuvre de la méthode repose sur les multiples EBITDA – *Capex* extériorisés par les sociétés comparables des deux échantillons.

Ces multiples ont été calculés sur la base des éléments suivants.

- Au numérateur, pour le calcul des valeurs d'entreprise : (i) capitalisation boursière au 26 août 2016, (ii) dette financière nette, actifs/passifs hors exploitation et intérêts minoritaires estimés à partir des publications financières les plus récentes à la date du calcul (30 Juin 2016, 31 Mars 2016 ou 31 Décembre 2015). Dans la mesure du possible, les actifs et passifs hors exploitation ont été retenus en valeur de marché. La valeur des intérêts minoritaires et des

sociétés mises en équivalence a ainsi été approchée à l'aide de la capitalisation boursière des sociétés concernées lorsqu'elles sont cotées, ou de leur valeur comptable actuelle si la transaction est récente, et sinon, à l'aide du *PBR* de la société mère.

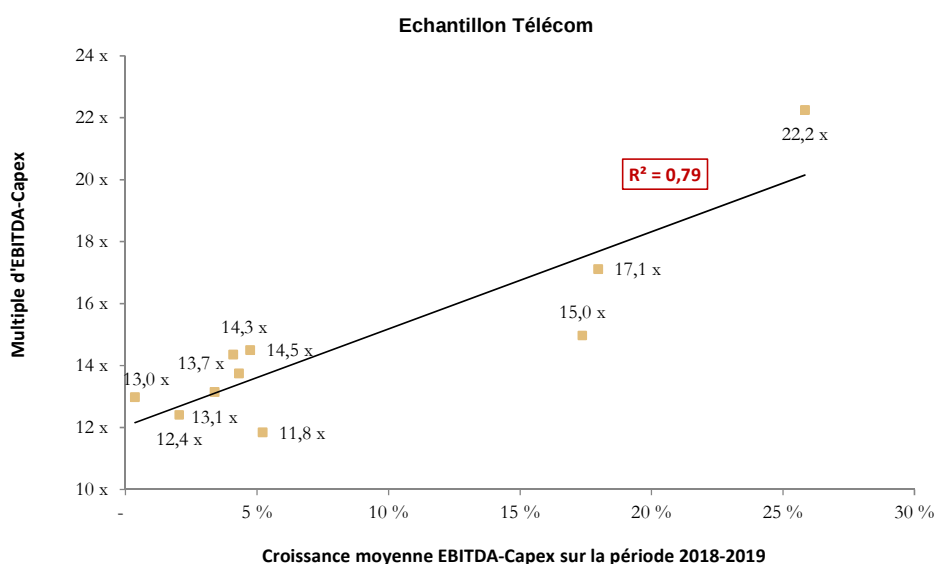
- Au dénominateur, pour le calcul de l'EBITDA et des investissements : données du consensus des analystes financiers disponible à la date du 26 août 2016.

Echantillon Télécom

Les multiples moyens et médians des sociétés de l'échantillon télécom européen sont présentés dans le tableau ci-après.

	Multiple d'EBITDA-Capex		Croissance EBITDA-Capex	
	2017	2018	en 2018 et 2019	en 2019
KPN	14,5 x	13,7 x	4,7 %	3,7 %
NOS	15,0 x	12,2 x	17,4 %	12,2 %
Orange	11,8 x	11,3 x	5,2 %	5,4 %
Proximus	13,7 x	13,0 x	4,3 %	3,3 %
Sunrise	13,0 x	12,9 x	0,4 %	0,0 %
TDC Group	13,1 x	12,5 x	3,4 %	1,7 %
Tele Columbus	22,2 x	16,5 x	25,8 %	17,8 %
Telefonica Deutschland	17,1 x	14,1 x	18,0 %	14,9 %
Telekom Austria	12,4 x	12,2 x	2,1 %	2,7 %
Telia	14,3 x	13,7 x	4,1 %	1,9 %
Moyenne	14,7 x	13,2 x	8,5 %	6,4 %
Médiane	14,0 x	13,0 x	4,5 %	3,5 %

Les multiples affichés par les sociétés de l'échantillon (classés dans le tableau par ordre décroissant) présentent des écarts significatifs. Ces écarts s'expliquent par les différentiels de croissance bénéficiaire attendue (second déterminant clé des multiples), comme attesté par la régression, illustrée par le graphique ci-après entre les multiples d'EBITDA – *Capex* 2017 et la croissance anticipée de cet agrégat sur la période 2018-2019¹¹.



¹¹ Le niveau élevé du coefficient R^2 de la régression (0,81) confirme la plus grande pertinence du multiple EBITDA – Capex sur le multiple usuel EBITDA. En effet, la régression entre les multiples d'EBITDA 2017 et la croissance anticipée de cet agrégat sur la période 2018-2019 extériorise un coefficient R^2 bien inférieur (0,33).

Ce graphique confirme également la pertinence de l'échantillon retenu, car il atteste la relative homogénéité des sociétés comparables considérées en termes de risque systématique et conforte ainsi le choix d'un coefficient bêta désendetté unique pour les portefeuilles d'activités de *SFR Group* et *Altice International* (cf. *supra*, section 3.4.2).

Sur la base de la régression ci-dessus, les taux de croissance attendus de l'agrégat EBITDA – Capex sur la période 2018-2019 chez *SFR Group* et *Altice International* impliquent des multiples d'EBITDA – Capex de 16,9x et 13,6x.

La valeur du portefeuille d'activités d'*Altice International* en résultant est très proche de l'estimation donnée par la méthode DCF (écart d'environ 10%).

En revanche, l'estimation obtenue pour les activités Télécom de *SFR Group* s'avère bien supérieure à l'estimation issue de la méthode DCF (plus de 20% d'écart par rapport à l'estimation milieu de fourchette). Cet écart pourrait s'expliquer par le faible potentiel de développement à moyen terme des activités Télécom de *SFR Group* en raison d'un environnement concurrentiel défavorable en France, élément non pris en compte dans l'analyse dans la mesure où aucune société de l'échantillon n'est présente de manière significative sur le marché français à l'exception d'*Orange* dont les activités internationales contribuent néanmoins pour plus de 40% au résultat opérationnel du groupe. Pour cette raison, la pertinence des estimations données par la méthode des comparaisons boursières nous paraît limitée.

Echantillon câblo-opérateurs américains

Les multiples affichés par les deux sociétés de l'échantillon câble américain sont présentés dans le tableau ci-après.

Echantillon câblo-opérateurs américains

	Multiple d'EBITDA-Capex		Croissance EBITDA-Capex	
	2017	2018	en 2018 et 2019	en 2019
Charter Communications	17,1 x	13,8 x	19,4 %	15,3 %
Comcast Corporation	12,4 x	11,3 x	7,2 %	4,8 %

Le nombre restreint de sociétés retenues dans l'échantillon rend impossible toute analyse statistique visant à conforter la qualité de l'échantillon. L'écart significatif des multiples observés s'explique sans doute à la fois par une comparabilité réduite des profils d'activité (et donc des niveaux de risque) et des croissances bénéficiaires attendues.

Les taux de croissance attendus de l'agrégat EBITDA – *Capex* sur la période 2018-2019 chez *Suddenlink* et *Cablevision* de 2017 à 2019 sont similaires. Ces taux sont nettement inférieurs au taux attendu chez *Charter Communications* et un peu supérieurs au taux attendu chez *Comcast Corporation*. L'utilisation des multiples affichés par *Charter Communications* conduirait donc à surestimer la valeur de ces sociétés dans des proportions impossibles à quantifier et, à l'inverse, l'utilisation des multiples extériorisés par *Comcast Corporation* déboucherait sur une sous-estimation. Dans ces conditions, la méthode ne peut être utilisée pour obtenir une estimation fiable de *Suddenlink* et *Cablevision*.

Au total, nous avons donc écarté la méthode des comparaisons boursières de nos analyses pour estimer la parité.

3.6. Méthode des transactions comparables

Nous considérons que la méthode des transactions comparables n'est pas pertinente pour estimer la valeur des titres *SFR Group* ou *Altice* pour la raison suivante. Dans le secteur des Télécoms, les transactions sont généralement motivées par des synergies et des économies d'échelle importantes, qui peuvent être clairement identifiées par les acquéreurs. Dès lors, les multiples observés à l'occasion de ces transactions intègrent le plus souvent des primes de contrôle significatives et affichent de ce fait une très grande dispersion, signe d'une hétérogénéité importante des transactions enregistrées dans le secteur.

Pour ces raisons, nous avons exclu la méthode de notre analyse.

4. Analyse des éléments d'appréciation de la Parité fournis par les Banques

Dans le cadre de notre mission, nous avons examiné les critères d'appréciation de la parité d'échange fournis par *JP Morgan* et *BNP Paribas* dans le projet de note d'Offre établi par l'Initiateur. Cette analyse nous conduit à formuler les commentaires suivants.

4.1. Méthodologie retenue par les Banques

D'un point de vue méthodologique, les Banques ont adopté une approche multicritères. Dans ce cadre, elles ont retenu les parités données par deux références d'évaluation des titres *Altice* et *SFR Group* : (i) la parité qui ressort des cours de bourse sur la période récente (i.e. cours de clôture du 2 septembre 2016, ainsi que les cours moyens pondérés par les volumes sur un mois et trois mois), (ii) la parité qui ressort des prix-cibles des analystes financiers. Les Banques ont par ailleurs retenu les parités résultant des estimations de la valeur des titres *Altice* et *SFR Group* données par deux méthodes d'évaluation : (i) la méthode DCF, (ii) la méthode des comparaisons boursières. A cet égard, les Banques précisent, tout comme nous, que l'information aujourd'hui disponible sur le mécanisme de rémunération du « modèle *Altice* » envisagé par les dirigeants des deux Groupes ne permet pas d'en intégrer l'impact éventuel sur la valeur des deux Groupes et donc sur la parité. Sur cette base, la démarche d'évaluation retenue par les Banques apparaît à première vue très similaire à la nôtre, même s'il existe plusieurs différences notables.

En premier lieu, les Banques affichent leur préférence pour la parité obtenue à partir de la méthode DCF par rapport aux parités induites par les cours de bourse. Pour les raisons évoquées plus haut (cf. *supra*, section 3.1.3), nous considérons au contraire que les parités fondées sur les cours de bourse de la période récente représentent dans le cas présent une référence plus forte que celles issues de la méthode DCF.

En deuxième lieu, nous avons écarté les parités fondées sur les prix-cibles des analystes et celles résultant des estimations de la méthode des comparaisons boursières. S'agissant des prix-cibles des analystes financiers, nous considérons pour notre part que l'amplitude des résultats obtenus par cette référence la disqualifie de fait (ainsi, les données mentionnées par les Banques montrent des écarts de plus du simple au double). S'agissant de la méthode des comparaisons boursières, pour les raisons évoquées plus haut (cf. *supra*, section 3.5), nous considérons que les estimations obtenues pour les différentes composantes du groupe *Altice* sont pas pertinentes en l'absence de société cotée réellement comparable, notamment pour le portefeuille d'activités des deux entités américaines, *Suddenlink* et *Cablevision*.

Enfin, en troisième et dernier lieu, étant donné l'hétérogénéité des modèles économiques et des perspectives de croissance des différents actifs du groupe *Altice*, nous considérons que seule une approche par « somme-des-parties » est pertinente pour mettre en œuvre les différentes méthodes d'évaluation retenues. Dès lors, nous ne validons pas le choix des Banques de mettre en œuvre la méthode des comparaisons boursières sur la base d'une approche globale et d'adopter cette même approche parallèlement à l'approche par somme pour la mise en œuvre de la méthode DCF.

4.2. Mise en œuvre de la méthode DCF

S'agissant de la mise en œuvre de la méthode DCF, les critères d'appréciation de la Parité fournis les Banques font également apparaître un certain nombre de différences significatives par rapport à nos propres travaux. Les plus importantes peuvent être synthétisées comme suit.

Une première différence porte sur les informations prévisionnelles utilisées pour l'estimation des *free cash flows* de la période de prévisions explicites. Alors que nous nous appuyons sur le consensus d'analystes financiers établi à partir des données communiquées qu'elles nous ont elles-mêmes communiquées pour chacune des composantes du groupe *Altice*, les Banques retiennent une approche différente pour les deux actifs américains (*Suddenlink* et *Cablevision*) en raison de leur intégration récente dans le périmètre du groupe. Considérant que le consensus des analystes financiers ne reflète pas de façon fiable les perspectives de développement de ces deux actifs, elles ont ainsi construit un « consensus ajusté » fondé sur trois notes d'analystes financiers (*Kempen*, *RBC* et *Goldman Sachs*).

La seconde différence porte sur l'estimation des flux normatifs sur lesquels repose le calcul des valeurs terminales des différentes composantes du groupe *Altice*. Alors que les Banques retiennent systématiquement comme marge d'EBITDA normative la marge attendue au terme de la période de prévisions explicites, nous avons considéré deux scénarios possibles (haut et bas) pour les deux composantes (activités Télécom de *SFR Group* et *Cablevision*) sur lesquelles il existe aujourd'hui le plus d'aléas (positifs ou négatifs) sur le niveau de la profitabilité à moyen et long terme.

La troisième différence notable porte sur le taux de croissance perpétuel appliqué au flux normatif de chaque composante. Considérant que le calcul d'une valeur terminale intervient *a priori* à une date où l'activité évaluée est supposée complètement mature (plus de croissance en termes réels) et privilégiant par ailleurs la cohérence interne du modèle d'évaluation, nous avons retenu pour chacune des composantes un taux de croissance perpétuel de 1,5% cohérent avec le taux d'intérêt sans risque pris en compte dans le taux d'actualisation utilisé et plus spécifiquement avec le taux d'inflation implicitement intégré dans le taux d'intérêt sans risque (cf. *supra*, section 3.4.3). Pour leur part, les Banques retiennent des taux de croissance perpétuels différenciés selon les composantes (1,25% pour *SFR Group*, 2,50% pour *Altice États-Unis*, 2,00% pour *Altice International* et 1,94% pour les coûts centraux du groupe *Altice*).

La quatrième et dernière différence porte sur la présentation des résultats issus de la méthode DCF. Les deux paramètres évoqués ci-dessus, marge d'EBITDA et taux de croissance perpétuel, conditionnent au premier chef la valeur terminale et, par suite, la valeur estimée de chacune des composantes du groupe. S'agissant du premier paramètre, comme évoqué plus haut, nous considérons que l'incertitude pesant sur la marge d'EBITDA justifie la construction de deux scénarios afin de mettre en évidence l'impact des choix effectués sur la parité. S'agissant du second paramètre, compte tenu de la rentabilité marginale très élevée de tout point de croissance supplémentaire dans les différents métiers du groupe *Altice*, le choix du taux de croissance perpétuel a un impact majeur sur la valeur de l'activité concernée et, de ce fait, sur la parité. A titre d'illustration, considérer un taux de croissance perpétuel de 2,0% au lieu du taux de 1,5% (retenu dans nos travaux pour toutes les composantes du groupe *Altice*) a un impact positif de l'ordre de 0,2 sur la parité si cette modification concerne exclusivement l'activité Télécom de *SFR Group*. On obtient un impact négatif du même ordre, si le changement concerne cette fois les deux composantes américaines du groupe. Dès lors, proposer un scénario unique comme le font les Banques ne permet pas de rendre des incertitudes qui pèsent sur les résultats issus de la méthode DCF.

5. Conclusion

Le présent rapport d'expertise s'inscrit dans le cadre de l'offre publique d'échange que le groupe *Altice* (« l'Initiateur ») devrait prochainement lancer sur les titres *SFR Group* (« l'Offre ») sur la base d'une parité de 1,60 (soit 8 actions *Altice* pour 5 actions *SFR Group*). Réalisé à la demande du conseil d'administration de *SFR Group* en conformité avec la réglementation boursière, ce rapport a pour objet de délivrer aux membres de ce conseil une attestation sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre pour les actionnaires de *SFR Group*.

Dans le projet de note d'offre, nous avons relevé l'intention de l'Initiateur de mettre en place d'ici fin 2016 un « contrat de franchise » entre *Altice* et *SFR Group* au titre de la rémunération du « modèle *Altice* » dont bénéficie *SFR Group*. Compte tenu de son impact éventuel sur la valeur des deux sociétés concernées, cet élément contextuel de l'Offre sera probablement intégré par l'actionnaire minoritaire de *SFR Group* dans son analyse de l'Offre. Pour notre part, en l'absence d'information précise sur les modalités de calcul de la rémunération qui serait due par *SFR Group*, nous n'avons pas été en mesure d'intégrer le projet de contrat de franchise dans nos travaux. De ce fait, les conclusions qui suivent en font totalement abstraction.

L'Offre traduit la volonté d'*Altice* de simplifier l'organisation capitalistique du groupe et d'augmenter la liquidité du titre *Altice* en regroupant à son niveau l'actionnariat public de *SFR Group*. Il s'agit d'une offre volontaire à laquelle les actionnaires de *SFR Group* sont libres de répondre favorablement ou non en décidant de présenter ou de conserver leurs titres.

D'un point de vue réglementaire, notre intervention dans le cadre de l'Offre est motivée par le contrôle préalable de l'Initiateur sur la société cible et les risques de conflit d'intérêt qui en résulte. Dans ce contexte, notre mission a pour objet, à titre principal, d'attester que la parité d'échange proposée par l'Initiateur (« la Parité ») est « équitable » pour les actionnaires minoritaires de *SFR Group* en ce sens qu'elle apparaisse à leurs yeux comme « raisonnable » ou « acceptable », et, à titre accessoire, d'éclairer les administrateurs de *SFR Group* sur l'intérêt que l'Offre présente pour ces mêmes actionnaires d'un point de vue strictement financier.

S'agissant du caractère équitable de la Parité, nous avons indiqué plus haut la condition à respecter pour que ce paramètre puisse être considéré comme équitable : dans la mesure où le succès de l'Offre n'est pas susceptible de générer un montant significatif de synergies, il convient de vérifier que la Parité intègre la valeur des actifs et les perspectives de développement des deux Groupes dans le cadre de la stratégie mise en œuvre par leurs dirigeants respectifs.

Pour ce faire, considérant que les conditions sont réunies pour une efficacité satisfaisante du marché respectif des titres *Altice* et *SFR Group*, nous avons privilégié les références de parité données par les cours de bourse des deux Groupes. Nous avons ainsi analysé les parités observées depuis l'annonce, le 1^{er} avril 2016, de l'échec du rapprochement *Bouygues Télécom-Orange*, information majeure de la période récente qui a affecté significativement les cours de bourse des deux titres. Sur cette base, nous estimons que, pour qu'elle puisse être considérée comme équitable, la Parité doit s'inscrire dans la fourchette 1,60 – 1,80.

Cette fourchette s'inscrit dans celle plus large 1,60 – 1,98 qui résulte des travaux d'évaluation réalisés sur les deux Groupes à l'aide de la méthode DCF. Dans le cas présent, nous considérons cependant que les estimations de la valeur des deux titres données par la méthode DCF, ainsi que les estimations de parité qui en découlent, constituent des références d'évaluation moins pertinentes que dans le cas habituel. La raison en est que la mise en œuvre de la méthode s'est

appuyée sur des flux prévisionnels fondés sur un consensus de marché et non sur un plan d'affaires, et ceci dans des métiers très capitalistiques où il est difficile de projeter le rythme des investissements alors que ce paramètre conditionne au premier chef la valeur de l'activité.

Au total, nous estimons que la parité de 1,60 proposée par l'Initiateur est équitable pour les actionnaires minoritaires de *SFR Group*, car elle se situe dans la fourchette de parités 1,60 – 1,80, fondée sur les cours de bourse de la période récente et que nous privilégions dans le contexte de l'Offre pour les raisons décrites ci-dessus.

S'agissant de l'intérêt, d'un point de vue financier, que l'Offre présente pour les actionnaires minoritaires de *SFR Group*, nous observons tout d'abord que la parité de 1,60 se situe dans le bas de notre fourchette de référence 1,60 – 1,80. Comme nous l'avons montré, ce bas de fourchette correspond à la parité fondée sur les niveaux récents des cours de bourse des titres *Altice* et *SFR Group*. Privilégier un tel niveau de parité suppose donc de considérer une très bonne efficience des marchés des deux titres.

Nous observons également que cette même parité de 1,60 est également le point bas de la fourchette de parités qui ressort de la méthode DCF. Ce point bas résulte logiquement de la combinaison d'un scénario pessimiste pour *SFR Group* et d'un scénario optimiste pour *Altice*. Le premier scénario suppose une stabilisation des marges opérationnelles de *SFR Group* à l'horizon 2020 à un niveau inférieur à celui ambitionné par le management et à celui attendu à cet horizon par les analystes financiers, tandis que le second scénario suppose une stabilisation des marges opérationnelles de *Cablevision* au même horizon à un niveau supérieur à celui anticipé par les analystes financiers grâce à la matérialisation d'un montant de synergies proche de celui espéré par le management.

Nous observons enfin que les actionnaires minoritaires de *SFR Group* ayant répondu favorablement à l'Offre bénéficieront sur les titres *Altice* de classe A reçus en échange d'une liquidité nettement supérieure à celle associée aujourd'hui au titre *SFR Group*. Pour l'actionnaire minoritaire pondéreux, qui dispose d'une ligne d'investissement significative dans *SFR Group* et attribue de ce fait un certain prix à la liquidité, cet effet positif de l'Offre sur sa situation peut compenser l'effet négatif qui pourrait résulter des spécificités d'*Altice NV* comparées à celles de *SFR Group SA* en termes de droits des actionnaires et de gouvernance. Tel n'est probablement pas le cas pour les actionnaires minoritaires qui n'accorderaient pas le même prix au supplément de liquidité apporté par l'Offre.

Au total, nous confirmons le caractère équitable des conditions financières de l'Offre pour les actionnaires minoritaires de *SFR Group*.

Paris, le 4 septembre 2016

Pour *Accuracy*,

Bruno Husson

Henri Philippe



7. AVIS DELIVRE PAR PERELLA WEINBERG PARTNERS SUR LES TERMES DE L'OFFRE

Le 5 août 2016, la Société a désigné Perella Weinberg Partners en tant que conseil financier. Dans le cadre de leur mission, Perella Weinberg Partners a par ailleurs été chargé de rendre un avis quant au ratio d'échange proposé, et a conclu au caractère équitable du ratio d'échange d'un point de vue financier.

En qualité de conseil financier de la Société, et non d'expert indépendant, Perella Weinberg Partners a délivré au conseil d'administration de la Société un avis en date du 4 septembre 2016, qui n'a pas été délivré en application de l'article 261-1 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers et ne constitue pas un « rapport d'expert indépendant », une « expertise indépendante » ou une « attestation d'équité » au sens de la réglementation française, et qui est relatif au caractère équitable d'un point de vue financier de la Parité d'Échange proposée aux actionnaires de la Société (autres que l'Initiateur), sous réserve des restrictions et des hypothèses énoncées dans cet avis financier. Cet avis financier a été préparé exclusivement à l'attention du conseil d'administration de la Société et ne constitue ni une recommandation à l'attention des actionnaires de la Société d'apporter ou non leurs actions à l'Offre ni un avis, qu'il soit financier ou autre, à l'attention des créanciers ou autres co-contractants de la Société. La responsabilité de Perella Weinberg Partners ne saurait en aucun cas être recherchée, que ce soit en fait ou en droit, en ce qui concerne la remise de cet avis financier au conseil d'administration de la Société ou de son contenu.

Une traduction libre en français de l'avis financier de Perella Weinberg Partners, réalisée aux seules fins d'en faciliter la lecture, figure ci-dessous et n'a aucune valeur juridique. Seul l'original de l'avis en anglais fait foi, et en cas de différences entre la traduction française de l'avis financier et sa version originale en anglais, cette dernière prévaudra.

« Le 4 septembre 2016

Conseil d'administration
Groupe SFR S.A.
12 rue Jean-Philippe Rameau
93634 La Plaine Saint Denis CEDEX
France

Chers membres du conseil d'administration,

Nous comprenons que le conseil d'administration du Groupe SFR S.A., société anonyme cotée de droit français (la « Société »), examine un projet d'offre publique d'échange (l'« Offre ») par Altice N.V. (l'« Initiateur »), société anonyme cotée de droit néerlandais, portant sur toutes les actions ordinaires de la Société non encore détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur, y compris les actions de la Société qui pourraient être émises lors de l'exercice des options de souscription de la Société détenues par des bénéficiaires autres que l'Initiateur. Conformément aux termes et conditions de l'Offre contenus dans le projet de Note d'Information de l'Initiateur en date du 4 septembre 2016 (la « Note d'Information »), l'Initiateur propose d'offrir 1,6 action ordinaire de catégorie A de l'Initiateur nouvelle en échange de chaque action de la Société apportée (la « Parité d'Échange »).

Vous nous avez demandé si, à notre avis, la Parité d'Échange de l'Offre est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de la Société autres que l'Initiateur.

Pour les besoins du présent avis, nous avons, entre autres :



1. *examiné certains états financiers, projections financières et autres informations financières ou commerciales disponibles publiquement, de la Société ou l'Initiateur ou s'y rapportant, y compris des rapports d'analystes de recherche sur la Société et l'Initiateur ;*
2. *examiné des projections financières pour la Société et l'Initiateur fondées sur le consensus de marché, telles que fournies par l'Initiateur (respectivement, les « Projections du Marché concernant la Société » et les « Projections du Marché concernant l'Initiateur », et, ensemble, les « Projections du Marché ») ;*
3. *participé à des discussions concernant les opérations passées et présentes, la condition financière et les perspectives de la Société, y compris le taux de marge des résultats d'exploitation de la Société à long terme avant intérêts, impôts, dépréciation et amortissement (« EBITDA ») et le ratio des dépenses en capital et des ventes (« Ratio Capex / Ventes »), avec les dirigeants de la Société ;*
4. *participé à des discussions concernant les opérations passées et présentes, la condition financière et les perspectives de l'Initiateur, y compris le taux de marge EBITDA à long terme et le Ratio Capex / Ventes, avec les dirigeants de l'Initiateur ;*
5. *examiné les divers documents relatifs aux positions fiscales respectives de la Société et de l'Initiateur, tels que fournis respectivement par la Société et l'Initiateur ;*
6. *comparé les performances financières de la Société et de l'Initiateur avec celles de sociétés cotées en bourse que nous estimons généralement pertinentes ;*
7. *examiné les historiques des cours de marché et de l'activité de marché des actions de la Société et de l'Initiateur et comparé ces cours avec ceux de titres de certaines sociétés cotées que nous estimons généralement pertinentes ;*
8. *participé à des discussions avec certains conseils de la Société et de l'Initiateur ;*
9. *revu le projet de Note d'Information, le projet de Note en Réponse de la Société du 4 septembre 2016 et le projet de Prospectus d'Émission de l'Initiateur du 4 septembre 2016 (ensemble, les « Documents d'Offre ») ; et*
10. *mené d'autres études, analyses et enquêtes financières, et pris en compte d'autres facteurs, comme nous l'avons jugé approprié.*

Pour former notre avis, nous avons tenu pour acquises et nous sommes fondés, sans vérification indépendante, sur l'exactitude et la complétude des informations financières, juridiques, réglementaires, fiscales, comptables et autres qui nous ont été fournies ou, d'une quelconque autre manière, nous ont été communiquées ou ont été évoquées avec nous ou examinées par nos soins (y compris les informations disponibles auprès de sources publiques généralement reconnues) pour les besoins de cet avis, et nous sommes en outre fondés sur les affirmations des dirigeants respectifs de la Société et de l'Initiateur nous assurant que de telles informations ne contenaient aucune erreur ou omission d'informations importantes, sans assumer une quelconque responsabilité quant à toute vérification indépendante de celles-ci. En ce qui concerne les Projections de Marché, les dirigeants respectifs de la Société et de l'Initiateur nous ont informés, et nous avons tenu pour acquis, avec votre consentement, que ces projections ont été préparées de manière raisonnable et constituent une base raisonnable sur laquelle évaluer les perspectives financières et commerciales de la Société et de l'Initiateur, et nous n'exprimons aucun avis quant aux hypothèses sur lesquels elles sont fondées. En ce qui concerne les indications données par les dirigeants respectifs de la Société

et de l'Initiateur quant au potentiel d'économies de coûts de la Société et de l'Initiateur, les dirigeants respectifs de la Société et de l'Initiateur nous ont informés, et nous avons tenu pour acquis, avec votre consentement, que ces informations ont été préparées de manière raisonnable sur des bases reflétant les meilleures estimations et jugements de bonne foi des dirigeants de la Société et de l'Initiateur présentement disponibles en ce qui concerne les sujets qu'ils couvrent, et nous n'exprimons aucun avis en ce qui concerne les hypothèses sur lesquels elles sont fondées. Pour former notre avis, nous n'avons procédé à aucune évaluation ou estimation indépendante de l'actif et du passif (y compris tout actif ou passif éventuel, dérivé ou hors bilan) de la Société ou de l'Initiateur, et nous n'avons pas reçu de telles évaluations ou estimations, et nous n'avons pris aucun engagement de procéder, ni n'avons procédé, à une quelconque inspection en personne des biens ou locaux de la Société ou de l'Initiateur. En outre, nous n'avons pas évalué la solvabilité des signataires des projets de Documents d'Offre selon les lois applicables relatives aux procédures collectives, à l'insolvabilité ou autres questions similaires. Nous avons présumé que les versions exécutées des Documents d'Offre ne différeront pas à quelque égard important des projets que nous avons examinés, et que l'Offre sera menée à terme selon les termes définis dans les projets de Documents d'Offre et qu'aucun terme compris dans une version ultérieure ou finale des Documents d'Offre ne modifiera ou n'aura aucun effet sur notre analyse, et qu'aucune condition y figurant ne causera de retard important dans le déroulement de l'Offre. En outre, nous avons présumé que tout consentement ou autorisation gouvernemental, réglementaire ou autre nécessaires à l'accomplissement de l'Offre sera obtenu, et que, en lien avec la réception de toutes les autorisations nécessaires de l'Offre, aucun retard, limite, condition ou restriction ne sera imposé qui pourrait avoir un impact défavorable sur la Société ou l'Initiateur. Nous ne sommes pas des experts juridiques, réglementaires, fiscaux ou d'information financière et nous nous sommes fondés, sans vérification indépendante, avec votre consentement, sur les appréciations faites par la Société, l'Initiateur et leurs conseillers respectifs en lien avec ces questions.

Cet avis ne porte que sur le caractère équitable d'un point de vue financier, à la date des présentes, de la Parité d'Échange pour les actionnaires de la Société autres que l'Initiateur. Il ne nous a pas été demandé d'exprimer, et nous n'exprimons pas, d'avis sur quelque autre terme de l'Offre ou des Documents d'Offre que ce soit, ou quelque autre document s'y rapportant ou quelque terme ou aspect de quelque contrat ou instrument envisagé dans l'Offre ou dans les Documents d'Offre que ce soit, ou sur la forme ou la structure de l'Offre ou le calendrier probable durant lequel l'Offre sera menée à terme, et nous n'exprimons aucun avis ni aucune opinion au sujet de telles questions. En particulier, pour former notre avis, nous n'avons pas pris en compte, et nous n'exprimons aucun avis à propos de, un quelconque impact potentiel d'une rémunération future des services fournis par l'Initiateur liés à la mise en œuvre au niveau du groupe entier du modèle de l'Initiateur tel que décrit au paragraphe 1.3.1. du projet de Note d'Information. En outre, nous n'exprimons aucun avis quant au caractère équitable du montant ou de la nature de quelque compensation que ce soit reçue par les mandataires, dirigeants ou employés d'une partie à l'Offre, ou quelque catégorie de ces personnes, qu'elle soit relative à la Parité d'Échange ou non. Nous n'exprimons aucun avis relatif aux conséquences fiscales ou autres qui pourraient résulter de l'Offre, et notre avis ne traite pas des questions juridiques, fiscales, réglementaires ou comptables, à l'égard desquelles nous comprenons que la Société a reçu les conseils qu'elle estime nécessaires de professionnels qualifiés. Nous n'exprimons aucun avis quant au caractère équitable de la Parité d'Échange ou de l'Offre pour les créanciers ou autres co-contractants de la Société. En outre, nous n'exprimons pas d'avis quant au prix auquel les actions ordinaires de l'Initiateur seront négociées à quelque moment que ce soit, ou quant à l'impact de la transaction visée par l'Offre sur la solvabilité ou la viabilité de la Société ou de l'Initiateur, ou la capacité de la Société ou l'Initiateur de payer leurs obligations respectives quand elles seront échues.

Nous, Perella Weinberg Partners UK LLP (« Perella Weinberg Partners »), avons agi en qualité de conseil financier de la Société en relation avec l'Offre et cet avis et percevrons des



honoraires de la part de la Société pour les services rendus en relation avec l'Offre et la délivrance de cet avis. En outre, la Société a accepté de rembourser certains de nos frais et de nous indemniser vis-à-vis de certains passifs et autres, découlant de notre engagement. Durant les deux années précédant la date des présentes, nous avons fourni des services de conseil financier à la Société et à l'Initiateur et avons perçu des honoraires en lien avec ces services. Nous ou les sociétés de notre groupe pouvons être amenés à l'avenir à fournir des services bancaires d'investissement ou autres services financiers à la Société ou l'Initiateur ou leurs filiales respectives pour lesquelles nous recevrons une rémunération. Dans l'exercice normal de notre activité, nous ou les sociétés de notre groupe pouvons à tout moment détenir des positions longues ou courtes, et pouvons négocier ou effectuer des opérations de quelque autre manière, pour notre compte propre ou pour le compte de nos clients, en dette ou en capital ou autres titres (ou dérivés de titres s'y rapportant) ou autres instruments financiers (y compris des prêts bancaires ou autres obligations) de la Société ou de l'Initiateur ou l'une des sociétés membres de leurs groupes respectifs. La délivrance de cette avis a été approuvée par un comité spécial de Perella Weinberg Partners.

Il est entendu que cet avis est délivré à seule fin d'information et assistance du conseil d'administration de la Société en lien avec, et en vue de, son évaluation de l'Offre, et il ne peut être utilisé par quelque autre personne que ce soit, ni reproduit, diffusé, cité ou visé, en totalité ou en partie, sans notre consentement préalable par écrit, étant entendu par exception qu'une copie de cet avis pourra être incluse dans son intégralité dans la Note en réponse de la Société. Cet avis n'est pas destiné à être, et ne constitue pas, une recommandation quant à la manière dont quelque actionnaire de la Société que ce soit devrait agir quant à l'Offre ou tout autre sujet. Notre avis est nécessairement fondé sur des conditions financières, économiques, de marché et autres en vigueur à la date des présentes, ainsi que l'information qui nous a été donnée à la date des présentes. Il est expressément entendu que des évolutions ultérieures pourraient affecter cet avis (y compris, entre autres, les modifications qui pourraient être apportées aux Documents d'Offre) et les hypothèses sur lesquelles sa préparation a été fondée, et nous ne sommes pas dans l'obligation de mettre à jour, réviser ni de réaffirmer cet avis. La préparation de cet avis a été un processus complexe au cours duquel Perella Weinberg Partners a pris en considération les résultats de toutes ses analyses et n'a pas accordé un poids particulier à aucun facteur ou analyse, mais au contraire a fondé sa conclusion quant au caractère équitable sur la base de ses expérience et jugement professionnels après avoir examiné les résultats de toutes ses analyses.

Afin d'éviter toute ambiguïté, cet avis n'est pas délivré en application de l'article 261-1 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers et ne doit pas être tenu pour constituer un « rapport d'expert indépendant », une « expertise indépendante » ou une « attestation d'équité », et Perella Weinberg Partners ne doit pas être tenu pour un « expert indépendant », dans chaque cas au sens du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers (en particulier son Livre II, Titre VI).

Compte tenu et sous réserve de ce qui précède, en ce y compris les diverses hypothèses et limites exprimées dans les présentes, notre avis est qu'à la date des présentes, la Parité d'Échange est équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société autres que l'Initiateur.

Nous vous prions d'agréer, Mesdames, Messieurs les administrateurs, l'expression de nos sentiments distingués.

PERELLA WEINBERG PARTNERS UK LLP »



8. INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES CONCERNANT LA SOCIETE

Le document Autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société, requis par l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, sera déposé par la Société auprès de l'AMF au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre.

9. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE

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

SFR Group
M. Michel Combes
Président-Directeur général