

Didier Kling Expertise & Conseil
Didier Kling
3, avenue Bertie Albrecht
75008 Paris

SORGEM Evaluation
Maurice Nussenbaum
11, rue Leroux
75116 Paris

CANAL+ S.A.
Société Anonyme au capital de 37 000 euros
50, rue Camille Desmoulins, 92863 Issy Les Moulineaux
RCS Nanterre n° 835 150 434

Scission Partielle

Rapport du collège des commissaires à la scission partielle
sur la valeur des apports

*Ordonnance de Monsieur le Président du Tribunal de Commerce de Paris
en date du 10 juillet 2024*

En exécution de la mission qui nous a été confiée par ordonnance de Monsieur le Président du Tribunal de Commerce de Paris en date du 10 juillet 2024, concernant l'apport par la société Vivendi SE (ci-après, « Vivendi » ou « l'Apporteuse ») à la société Canal + S.A (ci-après, « **Canal +** » ou la « **Bénéficiaire** ») d'actions de la société Groupe Canal + (ci-après, « **les Apports** »), nous avons établi le présent rapport sur la valeur des apports conformément à l'article L. 236-10 et L. 225-147 du code de commerce.

Nous rendons compte dans un rapport distinct de notre avis sur la rémunération des apports.

Les conditions des Apports ont été arrêtées dans le traité de scission partielle en date du 28 octobre 2024.

Il nous appartient d'exprimer une conclusion sur le fait que la valeur des apports n'est pas surévaluée. À cet effet, nous avons effectué nos diligences selon la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes applicable à cette mission. Cette doctrine professionnelle requiert la mise en œuvre de diligences destinées à apprécier la valeur des apports, à s'assurer que celle-ci n'est pas surévaluée et à vérifier qu'elle correspond au moins à la valeur nominale des actions à émettre par la Bénéficiaire, augmentée de la prime d'apport.

Notre mission prenant fin avec le dépôt du rapport, il ne nous appartient pas de mettre à jour le présent rapport pour tenir compte des faits et circonstances postérieurs à sa date de signature.

A aucun moment nous ne nous sommes trouvés dans l'un des cas d'incompatibilité, d'interdiction ou de déchéance prévus par la loi.

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

1. Présentation de l'opération et description des Apports
2. Diligences et appréciation de la valeur des apports
3. Synthèse – points clés
4. Conclusion

1. Présentation de l'opération et description des apports

Les modalités de réalisation de l'opération, exposées de façon détaillée dans le traité de scission partielle, peuvent se résumer comme suit.

1.1. Contexte de l'opération

La scission partielle s'inscrit dans le contexte du projet de réorganisation annoncé par Vivendi dans ses communiqués de presse du 13 décembre 2023, du 30 janvier 2024, du 22 juillet 2024 et du 15 octobre 2024, et vise à répondre au constat de l'importante décote de conglomérat subie par Vivendi depuis la distribution-cotation d'Universal Music Group en 2021, laquelle limite sa capacité à réaliser des opérations de croissance externe pour ses filiales et à tirer parti du fort dynamisme de Canal +, Havas et Lagardère dans un contexte international marqué par de nombreuses opportunités d'investissement.

Au terme de la présente scission partielle, sous réserve de l'approbation de l'assemblée générale de Vivendi, les actionnaires de Vivendi (à l'exclusion de Vivendi elle-même pour les actions auto-détenues) recevraient des actions de la société Bénéficiaire.

Parallèlement, au terme d'une autre opération de scission partielle réalisée concomitamment et sous réserve de l'approbation de l'assemblée générale de Vivendi, les actionnaires de Vivendi (à l'exclusion de Vivendi elle-même pour les actions auto-détenues) recevraient des actions de la société Louis Hachette Group (bénéficiaire des actions Lagardère et Prisma Group apportées par Vivendi) tandis qu'au terme d'une distribution exceptionnelle en nature ils recevraient également des actions de la société Havas.

A l'issue de l'ensemble de ces opérations, Vivendi serait réorganisée en quatre entités distinctes cotées.

1.2. Présentation des parties en présence

1.2.1. Canal + S.A. – Société Bénéficiaire

Canal + est une société anonyme à directoire et conseil de surveillance au capital de 37.000 euros, en divisé en 148.000 actions ordinaires d'une valeur nominale de 0,25 euro chacune, entièrement libérées. Initialement constituée sous la forme d'une société par actions simplifiée de droit français, elle a été transformée en société anonyme par décision collective de ses associés en date du 24 octobre 2024.

Son siège social est sis 50, rue Camille Desmoulins, 92863 Issy Les Moulineaux. Elle est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 835 150 434.

La Bénéficiaire a pour objet, à titre principal, directement ou indirectement, en France et dans tous pays :

- l'exercice de toutes activités, directes ou indirectes, dans les domaines de la communication en général (et de l'audiovisuel en particulier) et des télécommunications, à destination d'une clientèle privée, professionnelle ou publique ;
- la conception, la réalisation, la distribution, la commercialisation et plus généralement l'exploitation sous toutes formes et par tous moyens de tous programmes, produits, services (notamment de communication audiovisuelle linéaires ou non et/ou interactifs) et offres de services, liés à ce qui précède ;
- la participation ou la fourniture de toutes prestations de services et/ou opérations commerciales, industrielles, financières, administratives, techniques, mobilières ou immobilières se rattachant directement ou indirectement à l'objet ci-dessus ou à tous objets similaires ou connexes, ou concourant à la réalisation de ces objets ;

et plus généralement la gestion et la prise de toutes participations, sous forme de souscription, achat, apport, échange ou par tous autres moyens, d'actions, obligations et tous autres titres de sociétés déjà existantes ou à créer, et la faculté de céder de telles participations.

1.2.2. Vivendi SE – Société Apporteuse

Vivendi est société européenne à directoire et conseil de surveillance au capital de 5.664.549.697,50 euros, divisé en 1.029.918.125 actions de 5,50 euros de valeur nominale chacune, entièrement libérées.

Son siège social est situé 42, avenue de Friedland, 75008 Paris. Elle est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 343 134 763.

Ses titres sont admis aux négociations sur le compartiment A du marché réglementé d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0000127771.

L'Apporteuse a pour objet, à titre principal, directement ou indirectement, en France et dans tous pays :

- l'exercice, à destination d'une clientèle privée, professionnelle et publique, de toutes activités, directes ou indirectes, de communication et de télécommunication, de tous services interactifs ;
- la commercialisation de tous produits et services liés à ce qui précède ;

- toutes opérations commerciales, et industrielles, financières, mobilières ou immobilières se rattachant directement ou indirectement à l'objet ci-dessus ou à tous objets similaires ou connexes, ou concourant à la réalisation de ces objets ;

et plus généralement la gestion et la prise de toutes participations, sous forme de souscription, achat, apport, échange ou par tous autres moyens, d'actions, obligations et tous autres titres de sociétés déjà existantes ou à créer, et la faculté de céder tout ou partie de telles participations.

1.2.3. Groupe Canal + – Société dont les actions sont apportées

Groupe Canal + est une Société Anonyme à Directoire et Conseil de Surveillance au capital de 312 573 099 euros, divisé en 104.191.033 actions de 3,00 euros de valeur nominale chacune, entièrement libérées.

Son siège social est sis 50, rue Camille Desmoulins, 92863 Issy Les Moulineaux. Elle est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 420 624 777.

Groupe Canal+ a pour objet, à titre principal, directement ou indirectement, en France et dans tous pays :

- l'exercice de toutes activités, directes ou indirectes, dans les domaines de la communication en général (et de l'audiovisuel en particulier) et des télécommunications, à destination d'une clientèle privée, professionnelle ou publique ;
- la conception, la réalisation, la distribution, la commercialisation et plus généralement l'exploitation sous toutes formes et par tous moyens de tous programmes, produits, services (notamment de communication audiovisuelle linéaires ou non et/ou interactifs) et offres de services, liés à ce qui précède ;
- la participation ou la fourniture de toutes prestations de services et/ou opérations commerciales, industrielles, financières, administratives, techniques, mobilières ou immobilières se rattachant directement ou indirectement à l'objet ci-dessus ou à tous objets similaires ou connexes, ou concourant à la réalisation de ces objets ;

et plus généralement la gestion et la prise de toutes participations, sous forme de souscription, achat, apport, échange ou par tous autres moyens, d'actions, obligations et tous autres titres de sociétés déjà existantes ou à créer, et la faculté de céder de telles participations.

1.2.4. Liens entre les parties

L'Apporteuse détient à la date du présent rapport 147.996 actions Canal+, soit l'intégralité des actions représentant son capital social à l'exception de quatre actions ordinaires détenues par Compagnie Hoche, société par actions simplifiée dont le siège social est situé 59 bis avenue

Hoche, 75008 Paris, immatriculée au Registre de Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 592 064 992.

Monsieur Maxime Saada, président du Directoire de la Bénéficiaire, est membre du Directoire et du Comité exécutif de l'Apporteuse. Monsieur Yannick Bolloré est président du Conseil de surveillance de la Bénéficiaire et de l'Apporteuse. Monsieur Arnaud de Puyfontaine, membre du Conseil de surveillance de la Bénéficiaire, est également président du Directoire et membre du Comité exécutif de l'Apporteuse.

1.3. Modalités générales de l'opération

1.3.1. Régime juridique des Apports

Les Apports sont soumis au régime des scissions prévu par les dispositions de la section 2 du chapitre VI du titre III du livre II du Code de commerce, conformément à la faculté prévue à l'article L. 236-27 du Code de commerce.

Conformément à la faculté offerte par les dispositions de l'article L. 236-27, alinéa 2 du Code du commerce, la propriété des Apports sera transférée à la Bénéficiaire, sans que l'Apporteuse ne cesse d'exister, et la Bénéficiaire émettra et attribuera en rémunération de ces Apports des actions nouvelles, directement aux actionnaires de l'Apporteuse, Vivendi SE, au *pro rata* de leurs participations respectives dans l'Apporteuse.

1.3.2. Régime fiscal

L'Apporteuse et la Bénéficiaire déclarent dans le traité de scission partielle placer la scission partielle sous le régime des articles 210-A et 210-B du Code Général des Impôts.

L'Apporteuse et la Bénéficiaire déclarent, dans le traité de scission partielle, que la scission partielle sera enregistrée gratuitement.

La scission partielle ne sera pas assujettie à la TVA.

1.3.3. Date de réalisation des Apports

L'opération d'apport prendra effet le quatrième jour calendaire suivant l'approbation de la scission partielle par la dernière des assemblées générales, entre celle de Vivendi et celle de Canal + (ci-après, la « Date de réalisation »).

La scission partielle prendra effet fiscalement et comptablement à la Date de réalisation.

1.4. Conditions suspensives

La présente opération d'apport est soumise aux conditions suspensives suivantes :

- (i) l'approbation par l'assemblée générale des actionnaires de Vivendi de la scission partielle, au vu notamment des rapports des commissaires à la scission, des comptes annuels au 31 décembre 2023 approuvés par l'Assemblée générale de Vivendi du 29 avril 2024 et après affectation du résultat 2023, et d'un état comptable intermédiaire de Vivendi au 30 septembre 2024, arrêté par le Directoire et revu par le Conseil de surveillance, et ayant fait l'objet d'un examen limité des commissaires aux comptes de Vivendi ;
- (ii) l'approbation par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de Canal +, au vu notamment des rapports des commissaires à la scission, de la scission partielle, et de la décision d'augmentation de capital en rémunération des apports ;

A défaut de réalisation des conditions suspensives mentionnées ci-dessus au plus tard le 31 janvier 2025 et sauf prorogation de ce délai d'un commun accord, le traité de scission partielle sera caduc de plein droit, sans indemnité de part et d'autre.

1.5. Description et évaluation de l'Apport

1.5.1. Description des Apports

Les Apports sont constitués de 104.191.033 actions Groupe Canal + détenues par l'Apporteuse.

Les actions apportées seront, à la Date de réalisation, libres de tout passif et entièrement libérées et libres de toute charge, option et droits de tiers.

1.5.2. Méthode d'évaluation retenue

Pour les besoins de la comptabilisation de la scission partielle, les actions Groupe Canal + apportées ont été valorisées sur la base de leur valeur réelle, conformément aux dispositions de l'article 743-1 du Plan Comptable Général.

Cette valeur réelle a été fixée contractuellement par les Parties, pour les besoins de la comptabilisation des apports, sur la base d'une méthode multicritères présentée dans l'annexe 2.7.1 du traité de scission.

Dans le cadre du projet de scission partielle, certains actifs détenus par Vivendi, dont les activités opérationnelles sont proches de celle de Groupe Canal+, ont fait l'objet, courant 2024, d'un transfert vers cette dernière société dans un souci de cohérence. Groupe Canal+ regroupe ainsi, aux côtés de ses activités existantes (le « Périmètre Historique ») (i) GVA, une société de services de télécommunications en Afrique, dont l'accès à l'internet haut débit est commercialisé sous la marque Canalbox ; (ii) la plateforme de streaming vidéo Dailymotion ;

(iii) les salles de spectacle L'Olympia et le théâtre de L'Œuvre en France, ainsi que les salles de cinéma CanalOlympia en Afrique (ensemble, les « Actifs Transférés »).

La valeur combinée du Périmètre Historique et des Actifs Transférés représente la valeur de Groupe Canal +, dont les actions sont apportées par Vivendi SE à Canal+ dans le cadre de la scission partielle.

1.5.2.1. Valeur du Périmètre Historique

Pour les besoins de l'évaluation du Périmètre Historique, il a notamment été retenu le plan d'affaires dudit périmètre sur la période 2024-2028.

Le Périmètre Historique a été évalué sur la base des méthodes d'évaluation suivantes :

- actualisation des flux nets de trésorerie futurs (DCF) ;
- multiples de sociétés cotées comparables ;
- somme des parties provenant des notes d'analystes suivant le cours de bourse de Vivendi.

a) Actualisation des flux de trésorerie futurs

Les principales hypothèses retenues au titre de cette méthode sont les suivantes :

- un coût moyen pondéré du capital compris entre 8,85% et 9,35% ;
- un taux de croissance à l'infini compris entre 1,95% et 2,45%.

b) Multiples de sociétés cotées comparables

Un échantillon de sociétés cotées comparables a été constitué, à partir duquel des multiples de valeur d'entreprise sur EBITDA et/ou EBIT net des charges de loyer ont été retenus.

Ces multiples ont été calculés à partir des capitalisations boursières et des consensus d'analystes au 15 octobre 2024 et appliqués aux agrégats de référence du Périmètre Historique.

c) Somme des parties des analystes.

La valeur du Périmètre Historique est évaluée par différents analystes de recherche couvrant le titre Vivendi SE dans le cadre de leur définition d'un objectif de cours, sur la base d'une somme des valeurs des différentes activités composant Vivendi.

Un consensus des valorisations établies par les analystes de recherche a été effectué (sur la base des notes publiées et disponibles sur l'année 2024).

1.5.2.2. Valeur des Actifs Transférés

Les Actifs Transférés ont fait l'objet d'opérations entre Groupe Canal+ et Vivendi SE faisant ressortir un prix de transfert agréé entre les parties, défini notamment à partir des travaux d'évaluation d'experts financiers mandatés par Vivendi.

Seul ce prix de transfert a été considéré pour les besoins de l'évaluation des Actifs Transférés.

1.5.2.3. Valeur des Apports (actions Groupe Canal +)

La valeur des Apports a été obtenue en agréant la valeur du Périmètre historique et des Actifs Transférés, puis en diminuant cette valeur des éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres.

Les éléments de passage ont été calculés comme la valeur des participations dans les entreprises associées, diminuée de la dette financière nette consolidée (estimée au 31 décembre 2024), de la valeur des intérêts minoritaires et du montant des provisions à caractère de dette.

La valeur des actions Groupe Canal + issue de l'approche multicritères menée est comprise entre c.5 385 M€ et c.7 880 M€ :

Valeur des actions Groupe Canal + pour chaque méthode retenue (M€) *	Min	Max
<i>Actualisation des flux nets de trésorerie futurs</i>	c.6 470M€	c.7 150M€
<i>Multiples de sociétés cotées comparables</i>	c.5 385M€	c.7 725M€
<i>Somme des parties des analystes</i>	c.6 330M€	c.7 880M€

* Le prix de transfert des Actifs Transférés a été additionné à la valeur dérivée du Périmètre Historique pour chacune des méthodes de valorisation retenues

La valeur des Apports retenue par les parties s'élève à 6 851 133 406,55 euros.

Notre appréciation de la valeur des apports est développée infra (2.)

1.6. Rémunération de l'Apport

La rémunération des apports a été fixée conventionnellement par les parties de manière à faire coïncider le nombre d'actions à émettre en contrepartie des Apports avec le nombre d'actions Vivendi donnant droit à attribution, soit 991.811.494 actions ordinaires (correspondant au total des 1.029.918.125 actions ordinaires Vivendi existant à cette date, diminué des 38.106.631 actions Vivendi auto-détenues).

Ainsi, chaque actionnaire de Vivendi (à l'exception de Vivendi elle-même) se verra attribuer dans le cadre de la scission partielle, une action Canal + pour chaque action Vivendi qu'il détient.

En contrepartie des Apports, il sera, ainsi, attribué 991.811.494 actions ordinaires Canal + d'une valeur nominale de 0,25 euro chacune.

La différence entre la valeur des Apports s'élevant à 6.851.133.406,55 euros et le montant de l'augmentation de capital de 247.952.873,50 euros, constituera une prime d'apport d'un montant de 6.603.180.533,05 euros.

La prime d'apport, sur laquelle porteront les droits des associés anciens et nouveaux de la Bénéficiaire, sera inscrite au passif du bilan de Canal +.

Nos diligences sur la rémunération des Apports font l'objet d'un rapport distinct.

2. Diligences et appréciation de la valeur des Apports

2.1. Diligences mises en œuvre par les commissaires à la scission partielle

Notre mission a pour objet d'éclairer les actionnaires de la société Canal+, bénéficiaire des Apports, sur l'absence de surévaluation des apports effectués par l'Apporteuse.

Notre mission s'inscrit dans l'ensemble des interventions définies par la loi et prévues dans le cadre conceptuel de la doctrine de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes.

En conséquence, elle ne relève pas d'une mission d'audit ou d'examen limité. Elle n'implique pas non plus une validation du régime fiscal applicable à l'opération.

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

Notre opinion est exprimée à la date du présent rapport qui constitue la fin de notre mission. Il ne nous appartient pas d'assurer un suivi des événements postérieurs survenus éventuellement entre la date du rapport et la date des assemblées appelées à se prononcer sur l'opération de scission partielle.

Nous avons effectué les diligences que nous avons estimé nécessaires, au regard de la doctrine professionnelle de la Compagnie nationale des commissaires aux comptes applicable à cette mission. Nous avons ainsi :

- Pris connaissance du contexte et des objectifs du présent apport d'actions Groupe Canal + ;

- Mené des entretiens avec les responsables de l'opération et leurs conseils, tant pour appréhender son contexte que pour comprendre les modalités économiques, comptables, juridiques et fiscales dans lesquelles elle se situe ;
- Examiné le traité de scission partielle et ses annexes en date du 28 octobre ;
- Contrôlé la réalité des Apports et apprécié l'incidence éventuelle d'éléments susceptibles d'en affecter la propriété ;
- Vérifié le respect de la réglementation comptable en vigueur en matière de valorisation des Apports ;
- Pris connaissance des documents juridiques actuels des sociétés concernées par les Apports ;
- Pris connaissance des états financiers individuels de Groupe Canal + établis au 31 décembre 2023 et vérifié que les commissaires aux comptes les avaient certifiés sans réserve ;
- Pris connaissance des états financiers combinés condensés de Groupe Canal + établis au 30 juin 2024 et du rapport d'examen limité des commissaires aux comptes les concernant et vérifié que ce rapport d'examen limité ne relevait pas d'anomalies significatives ;
- Pris connaissance des états financiers individuels de Canal + établis au 31 décembre 2023 et vérifié que les commissaires aux comptes les avaient certifiés sans réserve ;
- Pris connaissance d'un état comptable intermédiaire de Canal + établi au 31 juillet 2024 et du rapport d'examen limité des commissaires aux comptes les concernant et vérifié que ce rapport d'examen limité ne relevait pas d'anomalies significatives ;
- Pris connaissance des états financiers condensés de Vivendi au 30 juin 2024 et du rapport d'examen limité des commissaires aux comptes les concernant et vérifié que ce rapport d'examen limité ne relevait pas d'anomalies significatives ;
- Pris connaissance d'un projet d'état comptable intermédiaire de Vivendi au 30 septembre 2024 et du projet de rapport d'examen limité des commissaires aux comptes le concernant et vérifié que ce projet de rapport d'examen limité ne relevait pas d'anomalies significatives ;
- Pris connaissance des tests de dépréciation réalisés par Vivendi au 31 décembre 2022 et 31 décembre 2023 sur Groupe Canal + ;
- Pris connaissance des activités de Groupe Canal +, analysé ses informations historiques disponibles jusqu'à la date des présentes ainsi que les éléments prévisionnels élaborés ;
- Pris connaissance et analysé les travaux de valorisation portant sur Groupe Canal + réalisés par les conseils financiers de Vivendi, incluant des réunions de travail et des échanges afin d'obtenir des détails et explications complémentaires sur leurs travaux ;
- Revu les références et les méthodes de valorisation des Apports retenues par les parties ;
- Vérifié que la valeur réelle des Apports est au moins égale à la valeur des apports proposée dans le traité de scission partielle ;

Nous nous sommes assurés, jusqu'à la date du présent rapport, de l'absence de faits ou d'évènements susceptibles de remettre en cause la valeur des Apports.

Enfin, nous avons obtenu une lettre d'affirmation de la part des représentants respectivement de Vivendi et de Canal +.

2.2. Appréciation de la méthode de valorisation des apports et de sa conformité avec la réglementation comptable

Au terme du traité de scission partielle, pour les besoins de la comptabilisation de la scission partielle, les parties sont convenues de retenir la valeur réelle des actions Groupe Canal + apportées.

Compte tenu d'une perte de contrôle de la société dont les titres sont l'objet des apports, le choix de cette méthode de valorisation est conforme aux dispositions du règlement ANC n°2014-03 du 5 juin 2014 relatif au plan comptable général, tel que modifié par les règlements n°2017-01 du 5 mai 2017, n°2019-06 du 8 novembre 2019 et n°2023-08 du 22 novembre 2023, et plus particulièrement à l'article 743-1 du Plan Comptable Général.

En conséquence, cette méthode d'évaluation n'appelle pas de commentaire de notre part.

2.3. Réalité de l'Apport

Nous nous sommes fait confirmer la pleine propriété des titres apportés, que ceux-ci étaient librement transmissibles et n'étaient grevés d'aucune restriction quant à leur transférabilité.

2.4. Appréciation de la valeur des apports

Pour estimer la valeur réelle des apports, les deux parties, assistées de leurs conseils financiers, ont retenu une valeur résultant d'une évaluation selon une approche multicritères, décrite supra (1.5.2).

Afin d'apprécier la valeur globale de l'apport, nous nous sommes assurés que cette valeur était inférieure ou égale à la valeur réelle des actions de Groupe Canal +.

Nous avons examiné les évaluations des actions de Groupe Canal +. Nous estimons que ces méthodes d'évaluation retenues sont pertinentes au regard de la nature de l'activité de Groupe Canal +. De plus, nous considérons que les méthodes écartées (actif net comptable, actif net réévalué, actualisation des flux de dividendes et multiples de transactions comparables) n'étaient effectivement pas pertinentes au cas d'espèce.

Dans le cadre de notre appréciation de la valeur des Apports, nous avons procédé à des vérifications, notamment :

En ce qui concerne la valeur des Actifs Transférés

Les Actifs Transférés ont fait l'objet d'opérations entre Groupe Canal+ et Vivendi SE faisant ressortir un prix de transfert agréé entre les parties, défini notamment à partir des travaux d'évaluation d'experts financiers mandatés par Vivendi.

Nous nous sommes entretenus avec les conseils financiers ayant réalisé l'évaluation des principaux Actifs Transférés, avons réalisé des contrôles arithmétiques sur les méthodes mises en œuvre et avons apprécié l'impact sur la valeur globale des Apports d'une prise en compte d'un facteur de prudence sur la valeur de certains actifs.

Cette référence de valeur des Actifs Transférés n'appelle pas d'autres observations de notre part.

En ce qui concerne la méthode des flux de trésorerie (DCF) pour le Périmètre Historique

Les flux de trésorerie attendus sont tirés du plan d'affaires 2024 - 2028 de la société Groupe Canal +, dont nous avons pu apprécier la cohérence, au regard notamment des performances historiques du groupe, des tendances des marchés sous-jacents et à la position concurrentielle du groupe sur ces marchés.

Nous nous sommes assurés de la cohérence des hypothèses retenues (taux d'actualisation, taux de marge et taux de croissance notamment à long terme).

Nous avons par ailleurs réalisé une estimation alternative du taux d'actualisation, fondée sur un taux sur fonds propres sans dette, déterminé sur la base de paramètres de marché applicables au Périmètre Historique compte tenu de ses caractéristiques.

Nous avons en outre apprécié l'impact, sur le calcul de la valeur terminale (fondée sur les hypothèses normatives), d'une prise en compte d'un taux de conversion en trésorerie de l'EBITDA et d'un taux d'impôt sur les sociétés intégrant des facteurs de prudence par rapport aux hypothèses retenues dans le plan d'affaires.

Nous avons enfin mis en œuvre des tests de sensibilité sur les valeurs obtenues en modifiant les taux d'actualisation et les taux de croissance à l'infini.

Après prise en compte de la valeur des Actifs Transférés et des autres éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres, il ressort de cette méthode et des analyses de sensibilité conduites une fourchette de valeurs qui conforte la valeur des Apports.

Cette méthode n'appelle pas d'autres observations de notre part.

En ce qui concerne la méthode des multiples de comparables boursiers pour le Périmètre Historique

Compte tenu de l'absence de société cotée suffisamment comparable au Périmètre Historique de Groupe Canal +, nous considérons que la méthode des multiples de comparables boursiers est moins pertinente que la méthode DCF présentée ci-avant.

Nous avons vérifié la pertinence de l'échantillon retenu par les parties, notamment en réalisant notre propre recherche de sociétés cotées du secteur.

Nous avons procédé à nos propres calculs de multiples sur l'échantillon retenu, qui corroborent les multiples et valeurs issues de la méthode des multiples de sociétés cotées comparables mise en œuvre par les parties, assistées de leurs conseils financiers.

Après prise en compte de la valeur des Actifs Transférés et des autres éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres, il ressort de cette méthode une fourchette de valeurs qui conforte la valeur des Apports.

Cette méthode n'appelle pas d'autres observations de notre part.

En ce qui concerne les autres éléments de passage

Enfin, pour le calcul des autres éléments d'ajustement entre la valeur d'entreprise et la valeur des fonds propres de Groupe Canal +, nous avons, entre autres, apprécié la pertinence des valeurs retenues pour les participations dans les entreprises associées et pour les intérêts minoritaires, notamment en réalisant nos propres estimations de la valeur de marché de ces éléments.

Ces analyses corroborent la valeur d'ajustement entre la valeur d'entreprise et la valeur des fonds propres retenue par les parties.

En ce qui concerne la référence aux sommes des parties provenant des notes d'analystes suivant le cours de bourse de Vivendi.

Les valeurs du Périmètre Historique, des Actifs Transférés et des participations dans les entreprises associées sont estimées par différents analystes de recherche couvrant le titre Vivendi SE dans le cadre de leur définition d'un objectif de cours, sur la base d'une somme des valeurs des différentes activités composant Vivendi.

Sur la base des évaluations établies depuis mars 2024 par les analystes de recherche reconnus, nous avons reconstitué une fourchette de valeurs des actions Groupe Canal +, qui conforte la valeur des Apports.

Cette référence n'appelle pas d'autres observations de notre part.

Ainsi, sur la base de nos travaux concernant l'évaluation de la société Groupe Canal + à travers les méthodes et références présentées ci-dessus, nous n'avons pas relevé d'éléments susceptibles de remettre en cause la valeur retenue pour les Apports.

De même, à la date du présent rapport, aucun évènement ou fait significatif susceptible de remettre en cause la valeur des Apports n'a été porté à notre connaissance.

3. Synthèse – points clés

La présente opération s'inscrit dans le cadre d'une réorganisation du groupe Vivendi autour de quatre entités distinctes cotées, pour répondre au constat de l'importante décote de conglomerat subie par Vivendi depuis la distribution-cotation d'Universal Music Group en 2021.

Au terme de la présente scission partielle, les actionnaires de Vivendi recevraient des actions de la société Bénéficiaire qui aura bénéficié de l'apport des actions de Groupe Canal +.

La valeur des Apports a été déterminée par les parties sur la base d'une approche multicritères. Nos travaux de revue, qui incluent l'analyse de la pertinence des références et méthodes retenues, des prévisions établies et des paramètres retenus ne mettent pas en évidence d'éléments susceptibles de remettre en cause la valeur des Apports.

4. Conclusion

Sur la base de nos travaux et à la date du présent rapport, nous sommes d'avis que la valeur des apports retenue s'élevant à **6.851.133.406,55 euros** n'est pas surévaluée et, en conséquence, que la valeur des Apport est au moins égal au montant de l'augmentation de capital de la société Bénéficiaire, majoré de la prime d'apport.

A Paris, le 28 octobre 2024

Les commissaires à la scission partielle

Sorgem Evaluation

Didier Kling Expertise & Conseil


Maurice Nussenbaum


Didier Kling