

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

Sorgem Evaluation
Maurice Nussenbaum
11, rue Leroux
75116 Paris

LOUIS HACHETTE GROUP SA
Société Anonyme au capital de 37.000 euros
4, rue de Presbourg – 75116 Paris
RCS Paris n° 808 946 305

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 Louis Hachette Group SA (ci-après, « **LHG** » ou la « **Bénéficiaire** ») d'actions de la société Lagardère SA (ci-après, « **l'Apport Lagardère** ») et d'actions de la société Prisma Group (ci-après, « **l'Apport Prisma** »), nous avons établi le présent rapport sur la valeur des apports prévu par l'article L. 225-147 du code de commerce.

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

Les conditions de l'Apport Lagardère et de l'Apport Prisma (ci-après, les « **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 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 au montant de la valeur nominale des actions à émettre par la société 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 accomplies 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 conglomerat 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 Canal + 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 Louis Hachette Group – Société Bénéficiaire

Louis Hachette Group est une société anonyme au capital de 37.000 euros, divisé en 185.0000 actions de 0,20 euro de valeur nominale chacune, entièrement libérées.

Son siège social est sis 4, rue de Presbourg, 75116 Paris. Elle est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 808 946 305.

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

- la gestion et l'acquisition, sous forme de souscription, achat, apport, échange ou par tous autres moyens, d'actions, obligations et tous autres titres de la société Lagardère SA, et la faculté de céder tout ou partie de ces titres ;
- la publication, édition, production et diffusion de magazines périodiques y compris leurs produits accessoires, le tout directement ou indirectement, soit pour son propre compte ou pour le compte de tiers, soit seul ou avec des tiers, par voie de création de sociétés nouvelles, d'apports, de souscriptions de parts commanditaires, d'exercice de droits de souscriptions, d'achat de valeurs mobilières ou droits sociaux, de fusion, de joint-ventures, de prises de participations ou de prise de dation en location ou en gérance de tous biens ou droits, ou autre et, généralement, toutes opérations financières, commerciales, industrielles, immobilières et mobilières, pouvant se rattacher directement ou indirectement à l'un des objectifs spécifiés ou

à tout objet similaire ou connexe, ou de nature à favoriser le développement du patrimoine social ;

- 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.

1.2.2 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 actions ordinaires sont admises 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 Société dont les actions sont apportées

1.2.3.1 Lagardère

Lagardère SA (ci-après, « **Lagardère** ») est une société anonyme au capital de 861 289 121,80 euros, divisé en 141 194 938 actions de 6,10 euros de valeur nominale chacune, entièrement libérées.

Son siège social est situé 4, rue de Presbourg, 75116 Paris. Elle est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 320 366 446.

Ses actions ordinaires sont admises à la négociation sur le compartiment A sur le marché réglementé d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0000130213.

Lagardère a pour objet en France et à l'étranger :

- 1°) la prise de tous intérêts et participations dans toutes sociétés ou entreprises françaises ou étrangères par tous moyens,
- 2°) la gestion de tous portefeuilles de valeurs mobilières et l'exécution de toutes opérations y afférentes, au comptant ou à terme, fermes ou conditionnelles,
- 3°) l'acquisition et la concession de tous brevets, marques et exploitations commerciales et industrielles,
- 4°) et plus généralement, toutes opérations commerciales et financières, industrielles, mobilières et immobilières, se rattachant aux objets ci-dessus, ou à tous autres objets connexes et qui seraient de nature à favoriser et développer l'activité sociale.

1.2.3.2 Prisma Group

Prisma Group (ci-après, « **PRISMA** ») est une société par actions simplifiée au capital de 212.482.153 euros, divisé en 212.482.153 actions de 1 euro de valeur nominale chacune, entièrement libérées.

Son siège social est situé 59 bis avenue Hoche, 75008 Paris. Elle est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 829 674 381.

PRISMA a pour objet tous investissements de nature mobilière ou immobilière, toutes gestions de biens meubles et immeubles, toutes études financières et autres, toutes opérations mobilières, immobilières et financières se rattachant directement ou indirectement à ce qui précède.

1.2.4 Liens entre les parties

A la date du présent rapport, l'Apporteuse détient 184.999 actions Louis Hachette Group, soit l'intégralité des actions représentant son capital social à l'exception d'une action détenue par Compagnie Hoche, société par actions simplifiée dont le siège social est situé 59 bis avenue Hoche, 75008 Paris, immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 592 064 992.

Monsieur Yannick Bolloré, administrateur de la Bénéficiaire, est Président du conseil de surveillance de l'Apporteuse. Monsieur Arnaud de Puyfontaine, administrateur de la Bénéficiaire, est Président du Directoire de l'Apporteuse. Madame Maud Fontenoy, membre du Conseil de surveillance de l'Apporteuse, a été désignée administratrice de la Bénéficiaire sous condition suspensive de l'approbation de la Scission Partielle par l'assemblée générale des actionnaires de l'Apporteuse et l'assemblée générale des actionnaires de la Bénéficiaire.

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 de 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 (à l'exception de l'Apporteuse elle-même), au *pro rata* de leurs participations respectives dans l'Apporteuse (à l'exception de l'Apporteuse elle-même).

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 (ci-après, « **CGI** »).

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 TVA.

1.3.3 Date d'effets juridique, comptable et fiscal 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 LHG (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 :

- (a) 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 ;
- (b) l'approbation par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de LHG, au vu notamment des rapports des commissaires à la scission partielle, 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 :

- (i) 212.482.153 actions ordinaires de PRISMA que l'Apporteuse détient ;
- (ii) 93.935.006 actions ordinaires de Lagardère que l'Apporteuse détient au 30 septembre 2024.

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

Conformément aux dispositions de l'article 743-1 du Plan Comptable Général, les Apports ont été valorisés sur la base de leur valeur réelle.

La valeur de l'Apport Prisma s'élève à 212.482.153,00 euros et la valeur de l'Apport Lagardère s'établit à 1.945.713.777,70 euros. La valeur globale des Apports s'élève à 2.158.195.930,70 euros.

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.

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

En contrepartie des Apports, il sera, ainsi, attribué 991.811.494 actions ordinaires LHG d'une valeur nominale de 0,20 euro chacune.

La différence entre la valeur des Apports s'élevant à 2.158.195.930,70 euros et le montant de l'augmentation de capital s'élevant à 198.362.298,80 euros, constituera une prime d'apport d'un montant de 1.959.833.631,90 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 LHG.

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

2. Diligences accomplies et appréciation de la valeur des apports

2.1 Diligences accomplies

Notre mission a pour objet d'éclairer les actionnaires de LHG, bénéficiaire des Apports, sur l'absence de surévaluation de l'Apport Lagardère et de l'Apport Prisma devant être effectués par l'Apporteuse.

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

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 de l'assemblée appelée à se prononcer sur l'opération de scission partielle.

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

Dans ce cadre, nous avons notamment :

- Pris connaissance du contexte et des objectifs des Apports ;
- 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 2024 ;

- Contrôlé la réalité des Apports et apprécié l'incidence éventuelle d'éléments susceptibles d'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 et consolidés de Lagardère établis au 30 juin 2024 et du rapport d'examen limité des commissaires aux comptes sur les comptes consolidés au 30 juin 2024 et vérifié que ce rapport d'examen limité ne relevait pas d'anomalies significatives ;
- Pris connaissance des états financiers individuels de PRISMA établis au 31 décembre 2023 et vérifié que les commissaires aux comptes les avaient certifiés sans réserve ;
- Pris connaissance des états financiers individuels de LHG 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 LHG établi au 31 juillet 2024 et du rapport d'examen limité des commissaires aux comptes le 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 au 31 décembre 2023 sur sa participation dans PRISMA ;
- Pris connaissance de l'activité de Lagardère et de Prisma, analysé leurs 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 Lagardère et PRISMA 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 ;
- Examiné les références et les méthodes de valorisation des Apports retenues par les parties et mis en œuvre notre propre évaluation des Apports selon une approche multicritère

Nous nous sommes assurés, jusqu'à la date du présent rapport, de l'absence de faits ou d'événements 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 LHG.

2.2 Appréciation de la méthode de valorisation des Apports et de sa conformité à la réglementation comptable

A l'effet d'apprécier le respect de la réglementation comptable et la doctrine en vigueur en matière de valorisation des Apports, nous avons examiné le contexte de l'opération.

Au terme du traité de scission partielle, les parties sont convenues de retenir la valeur réelle de l'Apport Lagardère et de l'Apport Prisma.

Compte tenu d'une perte de contrôle des sociétés 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

A l'occasion de nos travaux, 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 individuelle de l'Apport Lagardère

L'Apport Lagardère est constitué de 93.935.006 actions ordinaires de Lagardère représentant 66,5% de son capital social au 30 septembre 2024.

Nous avons apprécié la valeur d'apport des titres Lagardère afin de s'assurer que celle-ci n'était pas surévaluée.

La valeur d'apport, correspondant à la valeur réelle des titres apportés, a été déterminée par les parties sur la base d'une approche multicritères ayant conduit à retenir :

- les références au cours de bourse, aux objectifs de cours des analystes et aux transactions récentes sur le capital ;
- la méthode de la somme des parties (SOTP) basée sur (i) la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie d'exploitation futurs (DCF) et (ii) la méthode analogique des multiples de sociétés comparables cotées.

Le tableau ci-dessous présente la synthèse des valorisations obtenues par les parties pour l'Apport Lagardère :

En m€	Min	Max
Cours de bourse	c. 1 650	c. 2 160
Cours cibles des analystes	c. 2 270	c. 3 005
Transactions récentes sur le titre	c. 2 260	c. 2 395
SOTP (DCF)	c. 2 240	c. 2 915
SOTP (comparables cotés)	c. 2 115	c. 2 295

2.4.1 Méthodes et références écartées par les parties

a) Référence à l'actif net comptable (ANC)

Cette approche vise à déterminer la valeur des capitaux propres d'une entreprise par différence entre la valeur comptable des actifs et des passifs réels qu'elle possède. Elle n'intègre pas, ainsi, notamment, la totalité de la valeur des actifs incorporels créés en interne et, plus généralement, la capacité de la société à générer des bénéfices dans le futur.

C'est pourquoi il apparaît pertinent de ne pas la retenir.

b) Méthode de l'actualisation des flux futurs de dividende (DDM)

Cette méthode consiste à actualiser les flux de dividende attendus. Elle s'envisage généralement, pour les sociétés matures qui mettent en œuvre une politique de dividende régulière représentative de leur capacité de distribution, c'est-à-dire du montant de leur dividende distribuable.

Les prévisions sur la base desquelles les dividendes distribuables sont estimés sont les mêmes que celles utilisées pour calculer les flux de trésorerie d'exploitation. La mise en œuvre de la méthode de l'actualisation des dividendes fait donc doublon avec la méthode des DCF mise en œuvre dans la méthode de la somme des parties. Par ailleurs, le montant des dividendes effectivement distribués dépendant des décisions prises en assemblée générale, il ne reflète pas nécessairement le montant des dividendes distribuables.

C'est pourquoi il apparaît pertinent de ne pas la retenir.

c) Méthode de la somme des parties sur la base des multiples de transactions comparables

La méthode des transactions comparables repose sur l'hypothèse d'efficacité des marchés et la loi du prix unique selon lesquelles sur un marché efficient des actifs identiques doivent avoir le même prix ou, plus spécifiquement, que des sociétés disposant des mêmes caractéristiques en termes de secteur d'activité, de croissance, de rentabilité des capitaux employés et de risque systématique, appréhendées au travers de leur taux d'actualisation, doivent disposer des mêmes multiples de valorisation.

Cette méthode capture, dans le multiple calculé, la prime accordée par l'acquéreur par rapport à la valeur intrinsèque de la société indépendante acquise, lorsqu'il est attendu que la transaction soit porteuse de synergies.

Les parties ont appliqué cette méthode seulement à titre de référence compte tenu de la difficulté à identifier un échantillon de transactions pertinentes, du caractère limité de l'information disponible et du contexte de l'opération présente qui ne comporte pas de synergies.

Nous considérons que compte tenu des limites dans la mise en œuvre de cette méthode au cas présent, il est pertinent de l'écartier.

2.4.2 Référence au cours de bourse retenue par les parties

Le cours de bourse correspond au prix d'équilibre résultant de la confrontation entre l'offre et la demande émanant des investisseurs, à un instant précis.

Il constitue une référence pertinente lorsqu'il reflète l'ensemble des informations disponibles concernant l'entreprise évaluée et son environnement, ce qui suppose, en particulier, que l'action soit liquide, c'est-à-dire qu'elle puisse échangée rapidement à un faible coût, et ne soit pas sujette à

des limites à l'arbitrage, c'est-à-dire que les investisseurs puissent intervenir, en encourant des risques et des coûts limités, pour corriger les anomalies de prix tant à la hausse qu'à la baisse.

La mise en œuvre de cette référence par les parties appelle les commentaires suivants de notre part.

Les parties ont appliqué cette référence à la date du 15 octobre 2024, sur la base du cours spot, de différentes moyennes pondérées par les volumes (1 mois, 3 mois et 6 mois) et des cours extrêmes (plus haut et plus bas) sur 365 jours.

Nous estimons que la référence au cours de bourse pour la valorisation de l'Apport Lagardère :

- trouve une limite dans la faiblesse des échanges quotidiens constatés qui s'explique par un niveau de flottant restreint¹ bien que son taux de rotation demeure satisfaisant (rotation du flottant de 53% sur une période de 12 mois) ;
- est toutefois relativement pertinente sur la base d'une moyenne pondérée par les volumes, qui permet de lisser les variations ponctuelles lorsqu'un cours présente quelques limites en matière de liquidité (à l'inverse du cours spot), calculée sur une durée de 1 mois, 3 mois, voire 6 mois.

Nous avons donc retenu le cours moyen pondéré par les volumes de Lagardère calculé sur une période de 1 mois, 3 mois et 6 mois au 15 octobre 2024. Il ressort alors dans une fourchette comprise entre 21,5 € et 21,9 € par action.

2.4.3 Référence aux objectifs de cours des analystes retenue par les parties

L'objectif de cours d'un analyste constitue l'opinion d'un professionnel suivant une société sur le cours que son titre pourrait atteindre à horizon de 6 à 18 mois.

Les parties ont retenu les objectifs publiés par les analystes suivant Lagardère au cours des six derniers mois avant le 15 octobre 2024.

La mise en œuvre de cette référence appelle les commentaires suivants de notre part :

- nous retenons les objectifs de cours qui ont été publiés entre la date de publication, le 24 juillet 2024, par Lagardère des résultats de son 1^{er} semestre 2024, qui constitue une information importante à incorporer au cours de bourse, et le 15 octobre 2024 ;
- l'échantillon des objectifs de cours des analystes se trouve réduit à trois contributions qui s'inscrivent dans une fourchette comprise entre 24,2 € et 32,0 € par action, pour une moyenne de 27,2 € et une médiane de 25,5 €.

La taille réduite de l'échantillon des objectifs de cours pertinents conduit à retenir cette référence à titre secondaire.

2.4.4 Référence aux transactions récentes sur le capital

Le titre Lagardère a fait l'objet en 2022 d'une offre publique d'achat obligatoire de la part de VIVENDI, dont la branche subsidiaire offrait aux actionnaires un droit de cession de leurs actions au prix unitaire de 24,1 € jusqu'au 15 décembre 2023, cette échéance ayant été reportée au 15 juin 2025.

¹ L'existence de droits de cession d'actions Lagardère attribués à l'occasion de l'offre publique d'achat effectuée par Vivendi peut également être un facteur limitant les échanges et la liquidité du titre.

Des droits de cession portant sur 6% du capital de Lagardère ont été exercés entre le mois de juin et le mois d'août 2024 à ce prix unitaire de 24,1 € qui a été retenu comme référence par les parties.

Cette référence n'appelle pas de commentaire particulier de notre part.

2.4.5 Méthode de la somme des parties mise en œuvre à partir de la méthode des DCF retenue par les parties

a) Principe de la méthode de la somme des parties

La méthode de la somme des parties (SOTP) est une variante de la méthode de l'actif net réévalué (ANR) consistant à évaluer une société par la somme de la valeur de ses différentes activités car celles-ci disposent de caractéristiques propres en termes de perspectives de croissance, de rentabilité des capitaux employés et de risque.

Cette méthode s'avère appropriée dans le cas de Lagardère qui dispose de deux activités principales, Lagardère Publishing, qui regroupe les activités d'édition de livres et d'e-Publishing ainsi que la distribution, et Lagardère Travel Retail qui regroupe les activités de commerce en zone de transport et concession. Lagardère dispose d'autres activités qui regroupent principalement Lagardère News, Lagardère Radio, Lagardère Live Entertainment et Lagardère Paris Racing.

b) Passage entre la valeur d'entreprise et la valeur de marché des fonds propres

Les différentes méthodes mises en œuvre aboutissent à une valeur d'entreprise de Lagardère de laquelle est déduite un ajustement pour obtenir la valeur de marché des fonds propres.

Ces éléments de passage ont été revus sur la base des comptes semestriels 2024 de manière à être homogène avec les flux de trésorerie pris en compte dans la valeur d'entreprise et les éléments de passage retenus par le calcul des multiples des comparables boursiers.

c) Somme des parties de Lagardère sur la base de la méthode DCF

Cette méthode consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'une société par différence entre sa valeur d'entreprise, qui correspond à la somme des flux de trésorerie d'exploitation disponibles futurs, actualisés à un taux représentatif des risques systématiques, non diversifiables, supportés par l'ensemble des apporteurs de capitaux, et sa dette financière nette ajustée (cf. paragraphe b ci-dessus).

Nous avons revu la mise en œuvre de la méthode des DCF par les parties pour chaque branche d'activité de Lagardère et en particulier :

- nous nous sommes assurés de la cohérence des prévisions retenues par rapport aux tendances historiques, aux prévisions des analystes, aux plans d'actions engagés, aux opportunités et aux menaces affectant ses marchés ainsi que les forces et les faiblesses propres à son positionnement concurrentiel ;
- nous nous sommes assurés de la pertinence du calcul de la valeur terminale qui tient compte d'une normalisation des marges au-delà de l'horizon de prévision explicite du plan d'affaires ;
- nous avons pris en compte un taux d'actualisation correspondant à un taux sur fonds propres sans dette déterminé sur la base de paramètres de marché observés à la date du 30 septembre 2024 et du risque systématique propre à chaque activité et considéré que les flux de trésorerie étaient des flux de fin de période pour son application ;

- nous avons procédé à des tests de sensibilité au taux de marge normatif, au taux de croissance à long terme et au taux d'actualisation.

La fourchette de valorisation obtenue selon cette méthode conforte la valeur de l'Apport Lagardère.

2.4.6 Méthode de la somme des parties mise en œuvre à partir de la méthode des comparables boursiers

Comme pour la méthode des transactions comparables, la méthode des comparables boursiers repose sur l'hypothèse d'efficience des marchés et la loi du prix unique selon lesquelles sur un marché efficient des actifs identiques doivent avoir le même prix ou, plus spécifiquement, que des sociétés disposant des mêmes caractéristiques en termes de secteur d'activité, de croissance, de rentabilité des capitaux employés et de risque systématique, appréhendées au travers de leur taux d'actualisation, doivent disposer des mêmes multiples de valorisation.

Nous avons revu la mise en œuvre de cette méthode par les parties.

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 de sociétés cotées comparables mise en œuvre par les parties.

La fourchette de valorisation obtenue selon cette méthode conforte également la valeur de l'Apport Lagardère.

2.4.7 Méthode de la somme des parties mise en œuvre à partir des sommes des parties calculées par les analystes

Les parties ont mis en œuvre cette méthode, afin de comparer les valeurs obtenues par activité à partir de la méthode des DCF et des comparables de sociétés cotées, uniquement à titre de référence car (i) elle est en partie redondante avec la référence aux cours cibles des analystes et (ii) elle n'a pu être mise en œuvre que sur les deux principales activités.

Cette méthode, mise en œuvre uniquement à titre de référence par les parties, n'appelle pas de commentaire particulier de notre part.

2.4.8 Synthèse sur la mise en œuvre de l'approche multicritère

Les valeurs par titre Lagardère obtenues dans le cadre de la mise en œuvre de l'approche multicritère encadrent la valeur unitaire retenue dans le cadre des apports, même s'il est pris en compte une légère décote sur la somme des parties pour tenir compte de la nature diversifiée et peu synergétiques entre elles des activités de Lagardère.

Par conséquent, à l'issue de nos travaux, nous n'avons pas identifié d'éléments susceptibles de remettre en cause la valeur individuelle de l'Apport Lagardère.

2.5 Appréciation de la valeur individuelle de l'Apport Prisma

L'Apport Prisma est constitué de 212.482.153 actions ordinaire PRISMA représentant 100% de son capital social.

Nous avons apprécié la valeur d'apport des titres PRISMA afin de s'assurer que celle-ci n'était pas surévaluée.

La valeur d'apport, correspondant à la valeur réelle des titres apportés, a été déterminée par les parties sur la base d'une approche multicritère ayant conduit à retenir :

- la référence à la valeur de PRISMA dans la somme des parties que les analystes effectuent sur VIVENDI ;
- la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie d'exploitation futurs (DCF) et la méthode analogique des multiples de sociétés comparables cotées.

Le tableau ci-dessous présente la synthèse des valorisations obtenues par les parties pour l'Apport Prisma :

En m€	Min	Max
DCF	235	265
Multiples de comparables cotés	220	255
SOTP des analystes	120	275

2.5.1 Méthodes et références écartées par les parties

Les parties ont écarté la référence à l'actif net comptable et les méthodes d'actualisation de flux futurs de dividendes et de multiples de transactions comparables pour des raisons similaires à celles développées concernant l'Apport Lagardère.

Pour les mêmes raisons que celles évoquées précédemment, il apparaît pertinent d'avoir écarté cette référence et ces méthodes.

Les parties ont également écarté la méthode de l'ANR mise en œuvre en corrigeant l'actif net comptable des plus ou plus moins-values latentes identifiées sur les postes d'actif et de passif ou en engagement hors bilan. Cette méthode, qui est habituellement appliquée sur des sociétés patrimoniales comme des sociétés holdings ou des sociétés foncières ou dans une perspective liquidative, n'apparaît pas pertinente pour l'évaluation d'une société exploitant directement une activité dans une activité de long-terme.

2.5.2 Référence à la somme des parties des analystes financiers retenue par les parties

Cette référence s'appuie sur la méthode de la somme des parties communément utilisée par les analystes pour fixer leur objectif de cours sur VIVENDI. Les parties ont extrait la valeur attribuée à PRISMA par les analystes dans leur SOTP de Vivendi dans des notes réalisées entre le mois de mars et le mois de septembre 2024.

La mise en œuvre de cette approche appelle les commentaires suivants de notre part :

- elle apparaît pertinente dans son principe puisqu'elle repose sur la méthode communément mise en œuvre par les analystes pour fixer leur objectif de cours sur VIVENDI ;
- il nous paraît pertinent de limiter la taille de l'échantillon des notes prises en compte à celles publiées postérieurement à l'annonce des résultats du 1^{er} semestre 2024 de VIVENDI, soit postérieurement au 25 juillet 2024.

La fourchette de valorisation obtenue selon cette approche encadre la valeur de l'Apport Prisma.

2.5.3 Méthode DCF retenue par les parties

Nous avons revu la mise en œuvre de la méthode des DCF par les parties pour PRISMA et en particulier :

- nous nous sommes assurés de la cohérence des prévisions retenues par rapport aux tendances historiques, aux plans d'actions engagés, aux opportunités et aux menaces affectant ses marchés ainsi que les forces et les faiblesses propres à son positionnement concurrentiel ;
- nous nous sommes assurés de la pertinence du calcul de la valeur terminale qui tient compte d'une normalisation des marges au-delà de l'horizon de prévision explicite du plan d'affaires ;
- nous avons pris en compte un taux d'actualisation correspondant à un taux sur fonds propres sans dette déterminé sur la base de paramètres de marché observés à la date du 30 septembre 2024 et du risque systématique propre à chaque activité et considéré que les flux de trésorerie étaient des flux de fin de période pour son application ;
- nous avons procédé à des tests de sensibilité au taux de marge normatif, au taux de croissance à long terme et au taux d'actualisation.

La fourchette de valorisation obtenue selon cette méthode conforte la valeur de l'Apport Prisma.

2.5.4 Méthode des comparables boursiers retenue par les parties

Nous avons revu la mise en œuvre de cette méthode par les parties

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 de sociétés cotées comparables mise en œuvre par les parties.

La fourchette de valorisation obtenue selon cette méthode s'avère inférieure à la valeur de l'Apport Prisma.

2.5.5 Synthèse sur la mise en œuvre de l'approche multicritère

Les valeurs de l'Apport Prisma obtenues dans le cadre de la mise en œuvre de l'approche multicritère encadrent la valeur retenue dans le cadre des Apports.

Par conséquent, à l'issue de nos travaux, nous n'avons pas identifié d'éléments susceptibles de remettre en cause la valeur individuelle de l'Apport Prisma.

2.6 Appréciation de la valeur globale des Apports

Les Apports étant constitués de deux éléments individuels distincts, notre appréciation de la valeur globale des Apports est identique à notre appréciation de la valeur individuelle de chacun des éléments constituant les Apports.

A l'issue de nos travaux, nous n'avons pas identifié d'éléments susceptibles de remettre en cause la valeur globale des Apports.

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 conglomérat 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 aurait bénéficié de l'Apport Lagardère et de l'Apport Prisma.

La valeur individuelle des Apports a été déterminée par les parties sur la base d'une approche multicritère.

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'élément susceptible de remettre en cause les valeurs individuelles et la valeur globale des Apports.

4. Conclusion

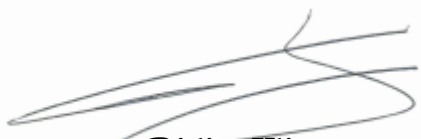
Sur la base de nos travaux et à la date du présent rapport, nous sommes d'avis que la valeur des Apports retenue s'élevant à 2.158.195.930,70 euros n'est pas surévaluée et, en conséquence, qu'elle est au moins égale au montant de l'augmentation de capital de la société bénéficiaire des Apports, majorée de la prime d'apport.

Fait à Paris, le 28 octobre 2024

Les commissaires à la scission partielle

Didier Kling Expertise & Conseil

Sorgem Evaluation



Didier Kling



Maurice Nussenbaum