



Maurice Nussenbaum

11, rue Leroux
75116 PARIS

PROJET DE RESOLUTION DE RACHAT D'ACTIONS PAR LA SOCIETE CANAL+

Paris, le 16 mai 2025

*Rapport de l'expert indépendant sur la valeur des actions
CANAL+ (Article L225-209-2 du Code de commerce)*

LIMINAIRE	3
I. METHODE D'EVALUATION	4
II. PERTINENCE DE LA REFERENCE AU COURS DE BOURSE	6
1. Considérations ex-ante	6
1.1 Niveau de capital flottant	6
1.2 Place de cotation	6
1.3 Suivi par les analystes	7
2. Considérations ex-post	8
3. Conclusion sur la pertinence de la référence au cours de bourse.....	9
4. Amplitude de la fourchette retenue	9
III. CONCLUSION	10

Liminaire

La société Canal+ (ci-après « la Société ») est une société de droit français dont les actions sont cotées sur le London Stock Exchange (LSE) depuis le 16 décembre 2024.

Dans le cadre d'une résolution soumise à l'assemblée générale des actionnaires déléguant au Directoire la faculté de procéder à des rachats d'actions de la Société (dans la limite de 10% du capital), et en application de l'article L225-209-2 du Code de commerce, Monsieur le Président du Tribunal des activités économiques de Nanterre m'a confié, par ordonnance en date du 7 mai 2025, une mission d'expertise indépendante portant sur la valeur des actions de la Société. C'est ce texte de loi qui régit les programmes de rachat d'actions utilisables par la Société.

L'autorisation serait utilisée par le Directoire conformément à deux objectifs qui seront assignés aux rachats par l'assemblée générale : (i) l'attribution à certains salariés et (ii) l'utilisation en paiement ou en échange d'actifs acquis par la Société.

En application de l'article R225-160-1 du Code de commerce, je vous confirme que, dans le respect des articles L821-31 et L821-36 du Code de commerce, je ne suis pas dans une situation de conflit d'intérêts ou susceptible de porter atteinte à mon indépendance ou mon objectivité.

J'ai établi le présent rapport sur la valeur des actions Canal+ conformément aux articles L225-209-2 et R225-160-2 du Code de commerce.

Mes diligences ont principalement consisté en : la prise de connaissance de l'opération, l'analyse de l'évolution historique du cours de l'action, l'analyse de la profondeur de marché de l'action, la revue des consensus et notes d'analystes, l'analyse de l'évolution du plan d'affaires du groupe depuis la cotation et la conduite d'échanges avec la Société sur ce sujet.

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

Mes constatations et conclusions vous sont présentées selon le plan suivant :

- Méthode d'évaluation (I.) ;
- Pertinence de la référence au cours de bourse (II.) ;
- Conclusion (III.).

I. METHODE D'EVALUATION

Conformément à l'article R225-160-2 du Code de commerce, nous indiquons ci-après les modalités d'évaluation adoptées pour déterminer la valeur minimale et la valeur maximale du prix de rachat de ces actions et les motifs pour lesquels elles ont été retenues.

L'approche mise en œuvre tient compte du caractère coté sur le London Stock Exchange des actions de la Société.

J'ai analysé en **II.** la liquidité des actions ordinaires Canal+, à travers différentes mesures (volumes d'échanges et rotation du flottant depuis la date de cotation). Du fait d'une date de cotation récente (inférieure à six mois à la date du présent rapport), j'ai également intégré certaines considérations susceptibles d'assurer a priori une liquidité suffisante au titre (niveau de flottant, place de cotation, suivi analystes).

J'ai conclu (cf. **II.3.**) à l'issue de cette analyse au caractère suffisamment actif du marché du titre pour pouvoir estimer la juste valeur des actions Canal+ directement et uniquement à partir du cours de bourse.

Il n'a donc pas été mis en œuvre d'autre méthode d'évaluation.

Nous rappelons à ce titre que, dans le cadre du traité de scission partielle en date du 28 octobre 2024, Vivendi SE a apporté à Canal+ l'intégralité de ses actions Groupe Canal+, représentant la quasi-intégralité du capital (147.996 actions sur 148.000¹), sur la base d'une valeur d'apport (retenue en valeur réelle) de 6,85 Mds€ estimée à partir d'une méthode multicritères.

Cette valeur de 6,85 Mds€ est très supérieure à la capitalisation boursière actuelle de Canal+ (1,90 Md£ à la clôture du 15 mai 2025 soit 2,26 Mds€ au taux de change actuel).

Nous comprenons de nos échanges avec la Société que les événements intervenus depuis la scission partielle et la mise à jour des prévisions financières du groupe, ne seraient pas de nature à modifier les résultats de l'approche multicritères retenue pour les apports dans des proportions comparables à l'écart observé entre la capitalisation boursière de Canal+ et la valeur des apports.

¹ 4 actions étaient détenues par Compagnie Hoche

Il faut noter que cette valeur d'apport n'est pas directement comparable à la valeur de marché retenue dans le cadre du présent rapport, dans la mesure notamment où :

- la valeur d'apport correspondait à une valeur de l'intégralité du capital intégrant implicitement la valeur du contrôle de la Société alors que la valeur objet du présent rapport concerne la valeur d'une action ;
- la valeur d'apport était fondée sur une approche multicritères et reposait en particulier sur une estimation de la valeur « intrinsèque » du périmètre historique du Groupe², laquelle ne se reflète pas nécessairement dans la valeur « de marché » mesurée par le cours de bourse qui reflète uniquement le prix auquel s'échangent les titres sur le marché boursier au regard de l'information disponible pour le marché. Cette valeur d'apport était également fondée sur l'appréciation de la valeur de Canal+ par les analystes suivant l'action Vivendi. Nous notons à ce titre que le consensus actuel de *target price* des analystes suivant l'action Canal+ ressort à des niveaux très supérieurs au cours de bourse (cf. infra).

² Cf. Annexe 2.7.1 du traité de scission partielle

II. PERTINENCE DE LA REFERENCE AU COURS DE BOURSE

La référence au cours de bourse pour déterminer un prix de transaction suppose que l'on s'assure en amont de sa pertinence. Celle-ci dépend essentiellement de la liquidité du titre – laquelle se définit par la capacité à acheter ou vendre rapidement et sans modification significative du cours – qui trouve son origine dans la profondeur du marché du titre, laquelle caractérise l'importance du nombre d'ordres d'achat et de vente à différents niveaux de prix, elle-même liée a priori à l'importance du flottant.

Nous analysons, dans les développements ci-après, la profondeur de marché des actions ordinaires Canal+, à travers différentes considérations ex-ante (niveau de flottant, place de cotation, suivi analystes) et des mesures ex-post (volumes d'échanges et rotation du flottant depuis la cotation).

1. Considérations ex-ante

1.1 Niveau de capital flottant

Le rapport annuel 2024 de Canal+ indique (p.113) que le pourcentage de détention du capital de Vivendi hors groupe Bolloré s'établissait au 31 décembre 2024, à 68,93%.

Ce niveau de capital flottant constitue selon nous un niveau acceptable pour assurer une profondeur suffisante au marché, au regard par exemple des niveaux de flottant minimum retenus pour la constitution des indices CAC sur Euronext (cf. infra).

1.2 Place de cotation

Le London Stock Exchange (LSE) est un centre financier mondial de premier plan, dont l'histoire a débuté il y a plus de 300 ans³.

Pierre angulaire de la finance mondiale, le LSE représente également un pilier essentiel de l'économie britannique par sa position de porte d'entrée sur les marchés européens et internationaux.

³ Le site <https://www.londonstockexchange.com/> fait remonter à 1698 la naissance du LSE

Le LSE gère deux marchés principaux, qui poursuivent des objectifs distincts afin de répondre aux besoins de différents types d'entreprises et d'investisseurs :

- Le marché principal, sur lequel sont cotées les actions Canal+, regroupe les entreprises les plus importantes et les mieux établies de la bourse, avec par exemple des géants comme Shell, AstraZeneca et HSBC.

Mi-2024, le marché principal regroupait 1.025 émetteurs pour une capitalisation boursière d'environ 4.400 milliards de livres sterling, avec 36% d'émetteurs internationaux et 84 pays représentés⁴.

- l'Alternative Investment Market (AIM) est le marché destiné aux entreprises plus petites, notamment celles en phase de démarrage ou financées par du capital-risque.

Les caractéristiques du LSE, et en particulier de son marché principal, sont également de nature à assurer la profondeur de marché des actions Canal+.

1.3 Suivi par les analystes

Au 15 mai 2025, la base de données financières S&P Capital IQ faisait état d'un **suivi de l'action ordinaire Canal+ par neuf bureaux d'analystes publiant des prix-cible** (*target price*).

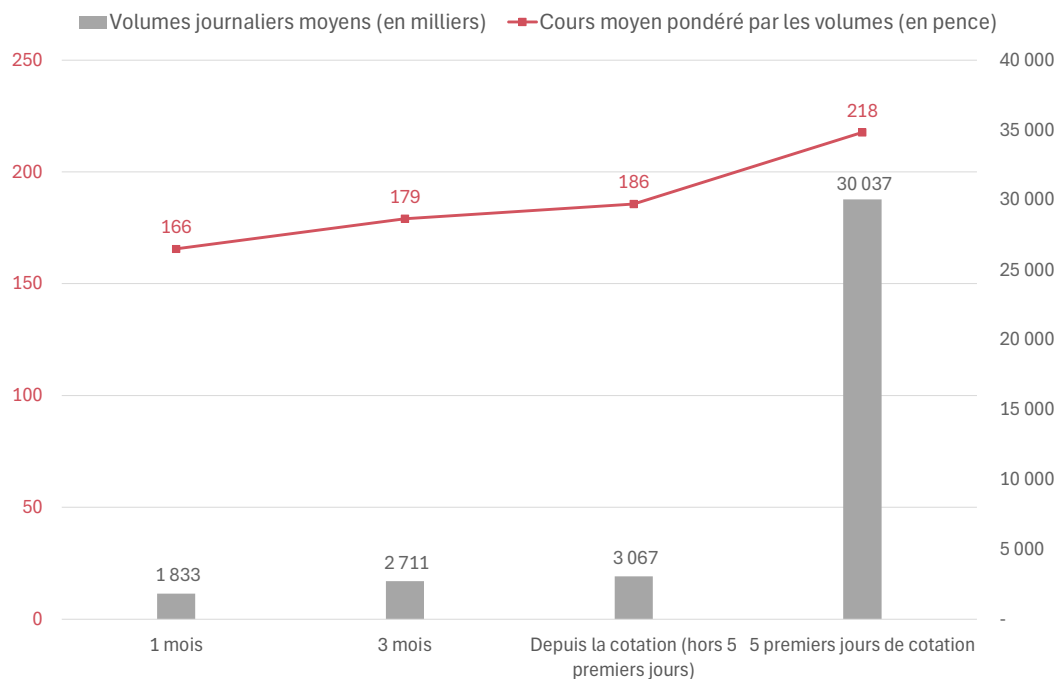
Nous notons que les prix cible moyen et médian s'établissent respectivement à 329 et 340 pence, soit des niveaux très supérieurs au cours de bourse actuel (191,65 pence à la clôture du 15 mai 2025).

⁴ Source : London Stock Exchange, LSEG Workspace, 26 June 2024

2. Considérations ex-post

Le capital social de la Société est composé d'environ 992 millions d'actions, soit, sur la base du cours de bourse actuel (191,65 pence au 15 mai 2025), une capitalisation boursière d'environ 1,90 Md£.

Notre analyse des données S&P Capital IQ relatives à l'action Canal + à fin avril 2025 fait état des cours moyens pondérés par les volumes et des volumes moyens suivants :



Source : S&P Capital IQ, Analyse Sorgem Evaluation

Ainsi :

- Sur 1 mois : le volume journalier d'échange ressort en moyenne à 1 833 k actions, soit 0,27% du flottant⁵ (correspondant, annualisé sur 252 jours de bourse, à une rotation du flottant de 68%) ;
- Sur 3 mois : le volume journalier d'échange ressort en moyenne à 2 711 k actions, soit 0,40% du flottant (correspondant, annualisé sur 252 jours de bourse, à une rotation du flottant de 100%) ;

⁵ Composé de 683 780 k titres

- Depuis la cotation le 16 décembre 2024 et hors cinq premiers jours de bourse marqués par des volumes particulièrement élevés : le volume journalier d'échange ressort en moyenne à 3 067 k actions, soit 0,45% du flottant (correspondant, annualisé sur 252 jours de bourse, à une rotation du flottant de 113%).

Cette analyse fait ressortir des volumes d'échanges quotidiens significatifs au regard du flottant (composé de 683 780 k titres environ) : entre 1 833 k et 3 067 k actions échangées en moyenne chaque jour, soit, annualisé, un taux de rotation du flottant compris entre 68% et 113%.

Ainsi, les volumes d'échanges de l'action Canal+ apparaissent satisfaisants, au regard par exemple des seuils d'appartenance aux indices de la famille « CAC »⁶ fixés par Euronext (au moins 10% de rotation du flottant sur 12 mois, lequel flottant ne peut en tout état de cause être inférieur à 25% pour le calcul de cette rotation⁷). Ces volumes sont de nature à assurer la liquidité du marché du titre Canal+.

3. Conclusion sur la pertinence de la référence au cours de bourse

Les développements qui précèdent mettent en exergue que l'action Canal+ bénéficie d'une profondeur et d'une liquidité satisfaisantes au sein de l'un des principaux marchés mondiaux, de sorte que la référence au cours de bourse a été jugée nécessaire et suffisante pour estimer la juste valeur des actions ordinaires Canal+.

4. Amplitude de la fourchette retenue

La fourchette doit être définie en privilégiant les données de marché en fonction des variations effectivement observées à date sur le marché du titre, ce qui nous assure du caractère non atypique des références retenues.

Dans ce contexte, je propose de retenir une fourchette de +/- 15% autour du cours de bourse. L'amplitude de cette fourchette a été établie en lien avec les cours de clôture minimum (150,15 pence au 9 avril 2025) et maximum (196,95 pence au 26 mars 2025) observés sur les trois derniers mois au 14 mai 2025, lesquels extériorisent une amplitude du même ordre⁸.

⁶ Qui regroupe les indices : CAC 40®, CAC Next 20®, CAC® Large 60, CAC® Mid 60, SBF 120®, CAC® Small, CAC® Mid & Small et CAC® All-Tradable

⁷ Cf. INDEX RULE BOOK CAC® Family, Version 24-02

⁸ $196,95 / (\text{moyenne}(196,95, 150,15) - 1) = +13,5\%$; $150,15 / (\text{moyenne}(196,95, 150,15) - 1) = -13,5\%$

III. CONCLUSION

En conclusion, nous retenons une fourchette de valeurs de +/-15% autour du cours de bourse à la clôture du 15 mai 2025 (191,65 pence), soit une valeur minimum de 163 pence et une valeur maximum de 220 pence.

Paris, le 16 mai 2025



Maurice Nussenbaum