



Maurice Nussenbaum

11, rue Leroux
75116 PARIS

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

Paris, le 28 avril 2026

*Rapport de l'expert indépendant sur la valeur des actions
CANAL+ (Article L. 225-209-2 du Code de commerce)*

LIMINAIRE	3
I. MODALITÉS D'ÉVALUATION	5
II. PERTINENCE DE LA RÉFÉRENCE 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	7
3. Conclusion sur la pertinence de la référence au cours de bourse.....	10
4. Amplitude de la fourchette retenue	10
III. CONCLUSION	13

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.

Un premier rapport sur la valeur des actions Canal+ avait été établi le 16 mai 2025, dans le cadre de la résolution soumise à l'assemblée générale des actionnaires du 6 juin 2025.

Dans le cadre d'une nouvelle résolution soumise à l'assemblée générale des actionnaires du 29 mai 2026 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 L. 225-209-2 du Code de commerce, Monsieur le vice-président du Tribunal des activités économiques de Nanterre m'a confié, par ordonnance n°2026O04110 du 30 mars 2026, 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 aux salariés bénéficiaires d'une opération mentionnée à L. 225-208 du Code de commerce ou intervenant dans le cadre des articles L. 3332-1 et suivants du Code du travail et (ii) l'utilisation en paiement ou en échange d'actifs acquis par la Société.

En application de l'article R. 225-160-1 du Code de commerce, je vous confirme que, dans le respect des articles L. 821-31 et L. 821-36 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 L. 225-209-2 et R. 225-160-2 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 :

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

I. MODALITÉS D'ÉVALUATION

Conformément à l'article R. 225-160-2 du Code de commerce, j'indique 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, suivi par les analystes, caractéristiques de la place de cotation).

Les objectifs de cours publiés par les analystes suivant le titre ont été utilisés, non pas comme référence autonome, mais comme référence complémentaire pour le calibrage de l'amplitude de la fourchette de prix (cf. **II.4**).

J'ai conclu (cf. **II.3**) à l'issue de cette analyse au caractère suffisamment actif du marché du titre pour pouvoir retenir le cours de bourse comme référence de valeur des actions Canal+.

Il n'a donc pas été mis en œuvre de référence ou méthode d'évaluation complémentaire.

II. PERTINENCE DE LA RÉFÉRENCE 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.

J'analyse, 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 d'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 2025 de Canal+ indique que le groupe Bolloré détenait 33,71% du capital au 31 décembre 2025 (334 369 610 actions sur 991 959 494). Déduction faite de l'auto-détention (11 408 237 actions), le flottant s'établit à 646 181 647 actions, soit environ 65,9% du capital disposant de droits de vote.

Ce niveau de capital flottant est satisfaisant 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 II.2.).

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 ans¹.

Le LSE occupe une position centrale dans la finance mondiale et constitue une porte d'entrée majeure sur les marchés européens et internationaux.

¹ 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 représentés².

- 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 27 avril 2026, neuf bureaux d'analystes publiaient des objectifs de cours (target price) sur l'action ordinaire Canal+.

Je note que les objectifs de cours moyen et médian s'établissent à 330 pence, soit des niveaux très supérieurs au cours de bourse actuel (229,4 pence à la clôture du 27 avril 2026). Ces objectifs de cours, fondés principalement sur des approches DCF à horizon 12 mois, sont présentés en détail en **II.4**.

2. Considérations ex-post

Le capital social de la Société est composé de 991 959 494 actions ordinaires, dont 11 408 237 auto-détenues, soit 980 551 257 actions disposant de droits de vote, pour une capitalisation boursière d'environ 2,2 Md£ sur la base du cours de bourse au 27 avril 2026 (229,4 pence).

Le graphique ci-dessous présente l'évolution du cours de bourse de l'action Canal+ depuis sa cotation le 16 décembre 2024.

² Source : London Stock Exchange, LSEG Workspace, 26 June 2024.

Évolution du cours de bourse



Sources : S&P Capital IQ au 27 avril 2026, analyses Sorgem Évaluation.

Depuis la cotation, le titre a connu plusieurs phases distinctes. Introduit autour de 290 pence en décembre 2024, le cours a connu une correction significative au cours du deuxième trimestre 2025, atteignant un plus bas de 150,15 pence le 9 avril 2025. Une reprise progressive a ensuite été constatée, conduisant à un pic à 326,6 pence début février 2026. La publication des résultats annuels 2025, le 11 mars 2026, a entraîné une chute brutale d'environ 23,5% en une séance.

Je comprends que cette baisse s'explique principalement par la révision à la baisse des perspectives de contribution de MultiChoice Group à moyen terme, annoncée lors de la publication des résultats. Je comprends également que cette baisse comporte vraisemblablement une composante de surréaction, au regard notamment du consensus des analystes (cf. infra II.4.).

Mon analyse des données S&P Capital IQ relatives à l'action Canal+ au 27 avril 2026 fait état des cours moyens pondérés par les volumes et des volumes moyens présentés dans le tableau ci-après.

Cours de bourse et indicateurs de liquidité

Elément d'analyse	Spot	1 mois	3 mois	12 mois	Depuis la cotation (16/12/2024)
Date de début d'analyse (incluse)	27/04/2026	27/03/2026	27/01/2026	27/04/2025	16/12/2024
Date de fin d'analyse (incluse)	27/04/2026	27/04/2026	27/04/2026	27/04/2026	27/04/2026
Cours moyen (€)	2,29	2,22	2,40	2,30	2,11
Cours le plus haut (€)		2,40	3,27	3,27	3,27
Cours le plus bas (€)		2,00	1,91	1,63	1,50
Volume cumulé		22 585 610	88 383 130	291 454 090	704 778 580
En % du flottant		3,5%	13,7%	45,1%	109,1%
En % du capital		2,3%	9,0%	29,7%	71,9%
Volume moyen		1 129 281	1 402 907	1 147 457	2 048 775
En % du flottant		0,17%	0,22%	0,18%	0,32%
Volume annualisé		289 095 808	359 144 147	293 749 004	524 486 385
En % du flottant		44,7%	55,6%	45,5%	81,2%
En % du capital		29,5%	36,6%	30,0%	53,5%
Nb de jours avec échanges		20	63	253	343
Nb de jours de bourse		20	63	254	344
Moyenne bid-ask spread		0,15%	0,10%	0,08%	0,08%

Sources : S&P Capital IQ au 27 avril 2026, analyses Sorgem Évaluation.

Ainsi :

- Sur 1 mois : le volume journalier d'échange ressort en moyenne à 1 129 k actions, soit 0,17% du flottant³ (correspondant, annualisé sur 256 jours de bourse, à une rotation du flottant de 45%) ;
- Sur 3 mois : le volume journalier d'échange ressort en moyenne à 1 403 k actions, soit 0,22% du flottant (correspondant, annualisé sur 256 jours de bourse, à une rotation du flottant de 56%) ;
- Sur 12 mois : le volume journalier d'échange ressort en moyenne à 1 147 k actions, soit 0,18% du flottant (correspondant, annualisé sur 256 jours de bourse, à une rotation du flottant de 45%) ;
- Depuis la cotation le 16 décembre 2024 : le volume journalier d'échange ressort en moyenne à 2 049 k actions, soit 0,32% du flottant (correspondant, annualisé sur 256 jours de bourse, à une rotation du flottant de 81%).

Cette analyse fait ressortir des volumes d'échanges quotidiens significatifs au regard du flottant (composé de 646 182 k titres) : entre 1 129 k et 2 049 k actions échangées en moyenne chaque jour, soit, annualisé, un taux de rotation du flottant compris entre 45% et 81%.

³ Composé de 646 182 k titres

Le bid-ask spread moyen, qui mesure l'écart entre les meilleurs prix à l'achat et à la vente, ressort à des niveaux très faibles (de l'ordre de 8 points de base sur les horizons longs et 10 à 15 points de base sur les horizons plus courts), confirmant la bonne liquidité du titre.

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 »⁴ 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 rotation⁵). 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 le cours de bourse a été considéré comme une référence nécessaire et suffisante.

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 assure le caractère non atypique des références retenues.

En effet, la volatilité annualisée du titre ressort à des niveaux particulièrement élevés : environ 97% sur 1 mois, 67% sur 3 mois, 51% sur 6 mois et 46% sur 12 mois. Ce niveau de volatilité, exceptionnel pour une valeur cotée sur le marché principal du LSE, constitue un argument supplémentaire en faveur d'une amplitude de fourchette élargie.

J'attire l'attention sur le rôle du mécanisme des 105% prévu par la résolution. Le double plafond prévu par la résolution soumise à l'assemblée générale prévoit que le prix maximum d'achat par action est fixé à la moins élevée de deux valeurs : d'une part, la borne fixe issue du présent rapport et, d'autre part, un plafond mobile collé au prix de marché courant, dont les modalités précises sont définies par la résolution.

En pratique, quel que soit le niveau de la borne fixe retenue dans le rapport, le prix d'achat effectif ne pourra pas excéder environ 105% du cours de marché au moment de

⁴ 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

⁵ Cf. INDEX RULE BOOK CAC® Family, Version 24-02

l'exécution. Cet élément constitue une protection structurelle importante contre le risque de surprise, et justifie, le cas échéant, une amplitude fixe plus large, sans compromettre la protection des actionnaires.

Je précise que ce mécanisme des 105% fonctionne exclusivement comme un plafond de prix. Il ne crée pas de plancher : la Société peut acheter à tout prix supérieur ou égal à la borne basse (150 pence), mais ne peut pas acheter en dessous de cette borne, quel que soit le cours de marché.

Dans ce contexte, je propose de retenir les bornes suivantes :

- **Borne basse (150 pence) :** ce niveau est proche du plus bas observé depuis la cotation, atteint le 9 avril 2025 (150,15 pence), et légèrement en deçà de celui-ci. Il offre une marge d'environ 35% par rapport au cours de clôture du 27 avril 2026 (229,4 pence), suffisante pour couvrir un scénario de rechute du titre.
- **Borne haute (330 pence) :** ce niveau se situe à la convergence de deux références indépendantes :
 - > d'une part, le maximum de clôture observé sur 3 mois (326,6 pence), correspondant à un cours effectivement traité sur le marché début février 2026 ;
 - > d'autre part, la moyenne et la médiane des objectifs de cours des analystes post-résultats 2025, soit environ 330 pence (9 analystes, fourchette 260 pence - 420 pence).

Le tableau ci-après récapitule les objectifs de cours des analystes suivant l'action Canal+ à la date du présent rapport.

Analyste	Recommandation	TP (pence)	Date
CIC	Neutre (from Achat)	260	12/03/2026
UBS	Neutral	280	11/03/2026
Kepler Cheuvreux	Hold	285	12/03/2026
Bernstein	Outperform	315	27/03/2026
BNP Paribas	Outperform	330	12/03/2026
AlphaValue	-	349	12/03/2026
Deutsche Bank	Buy	350	11/03/2026
Barclays	Overweight	385	12/03/2026
ODDO BHF	Surperformance	420	23/03/2026
Minimum		260	
Maximum		420	
Moyenne		330	
Mediane		330	

Source : notes d'analystes, analyse Sorgem Évaluation

Les objectifs de cours reposent principalement sur une évaluation du titre à l'aide d'une approche DCF, ce qui en fait une référence complémentaire pertinente pour le calibrage de la borne haute. La borne haute de 330 pence, qui représente un potentiel de hausse de 44% par rapport au cours du 27 avril 2026, reste significativement inférieure aux objectifs de cours les plus élevés (385 pence pour Barclays, 420 pence pour ODDO BHF).

Le consensus s'établit sur 9 analystes, avec une moyenne et une médiane qui ressortent toutes deux à environ 330 pence, soit exactement le niveau de la borne haute retenue. Ce positionnement médian renforce la robustesse de la fourchette proposée.

III. CONCLUSION

En conclusion, il est justifié de retenir une fourchette de valeurs de 150 pence à 330 pence (GBP 1,50 à GBP 3,30) par action Canal+.

Cette fourchette est fondée sur le cours de bourse en tant que référence unique de valeur, le marché du titre étant considéré suffisamment actif et liquide.

La borne basse (150 pence) correspond au plus bas observé depuis la cotation (atteint le 9 avril 2025). La borne haute (330 pence) se situe à la convergence du maximum de clôture sur 3 mois (environ 327 pence) et de la moyenne des objectifs de cours des analystes post-résultats 2025 (environ 330 pence).

L'amplitude de cette fourchette, plus large que celle retenue en 2025, est justifiée par (i) la volatilité exceptionnelle du titre et (ii) le mécanisme des 105% prévu par la résolution, qui protège structurellement contre le risque de surprise.

Paris, le 28 avril 2026



Maurice Nussenbaum