

**OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT SUIVIE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE
PORTANT SUR LES ACTIONS DE LA SOCIETE**



INITIEE PAR



PRESENTEE PAR



BNP PARIBAS

ETABLISSEMENT PRESENTATEUR

J.P.Morgan

ETABLISSEMENT PRESENTATEUR

NOTE D'INFORMATION CONJOINTE AUX SOCIETES ALTICE FRANCE S.A. ET SFR GROUP

PRIX DE L'OFFRE :

34,50 euros par action SFR Group

DUREE DE L'OFFRE :

10 jours de négociation

Le calendrier de l'offre sera déterminé par l'Autorité des marchés financiers conformément à son règlement général.



En application de l'article L. 621-8 du Code monétaire et financier et de l'article 231-23 de son règlement général, l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») a, en application de la décision de conformité de l'offre publique du 19 septembre 2017, apposé le visa n°17-501 sur la présente note d'information conjointe. Cette note d'information a été établie par Altice France S.A. conjointement avec SFR Group et engage la responsabilité de ses signataires. Le visa, conformément aux dispositions de l'article L. 621-8-1, I du Code monétaire et financier, a été attribué après que l'AMF a vérifié « *si le document est complet et compréhensible, et si les informations qu'il contient sont cohérentes* ». Il n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

AVIS IMPORTANT

A l'issue de l'offre publique de retrait faisant l'objet de la présente note d'information conjointe, la procédure de retrait obligatoire prévue à l'article L. 433-4, II. du Code monétaire et financier sera mise en œuvre et les actions SFR Group qui n'auront pas été apportées à l'offre publique de retrait seront transférées à Altice France S.A., moyennant une indemnisation de 34,50 euros par action SFR Group, nette de tous frais.

SFR Group est conseillée par Perella Weinberg Partners. La présente note d'information conjointe est disponible sur les sites Internet du groupe Altice (www.altice.net), de SFR Group (www.sfr.com) et de l'AMF (www.amf-france.org). Elle peut être obtenue sans frais auprès de :

SFR Group
1, square Béla Bartók
75015 Paris
France

BNP Paribas
4, rue d'Antin
75002 Paris
France

J.P. Morgan
14, place Vendôme
75001 Paris
France

Conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les documents contenant les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables d'Altice France S.A. et de SFR Group seront déposés auprès de l'AMF et mis à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique de retrait, selon les mêmes modalités.

TABLE DES MATIERES

1.	PRESENTATION DE L'OFFRE.....	5
1.1	Contexte de l'Offre	6
1.1.1	Contexte général de l'Offre	6
1.1.2	Historique de la participation du groupe Altice dans la Société.....	7
1.1.3	Déclarations de franchissement de seuils	8
1.1.4	Répartition actuelle du capital de SFR Group	9
1.2	Motifs de l'Offre	9
1.3	Intentions de l'Initiateur pour les douze mois à venir.....	10
1.3.1	Intentions relatives à la politique industrielle, commerciale et financière .	10
1.3.2	Intentions en matière d'emploi.....	11
1.3.3	Composition des organes sociaux et de la direction de SFR Group.....	12
1.3.4	Intérêt de l'Offre pour la Société et ses actionnaires	12
1.3.5	Synergies envisagées – Gains économiques attendus	12
1.3.6	Intentions concernant une éventuelle fusion.....	12
1.3.7	Politique de distribution de dividendes de la Société	13
1.4	Accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.....	13
2.	CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE.....	13
2.1	Termes de l'Offre.....	13
2.2	Nombre d'actions susceptibles d'être apportées à l'Offre	13
2.3	Situation des titulaires d'options de souscription d'actions et mécanisme de liquidité	14
2.3.1	Situation des titulaires d'options de souscription d'actions.....	14
2.3.2	Liquidité offerte aux titulaires d'Options	16
2.4	Modalités de l'Offre.....	16
2.5	Procédure d'apport à l'Offre Publique de Retrait	16
2.6	Interventions de l'Initiateur sur le marché des actions SFR Group pendant la période d'Offre Publique de Retrait.....	17
2.7	Retrait Obligatoire et radiation d'Euronext Paris	17
2.8	Calendrier indicatif de l'Offre	18
2.9	Financement et coûts de l'Offre.....	18
2.9.1	Frais liés à l'Offre.....	18
2.9.2	Mode de financement de l'Offre	18
2.10	Frais de courtage et rémunération des intermédiaires.....	19
2.11	Restrictions concernant l'Offre à l'étranger.....	19
2.12	Régime fiscal de l'Offre.....	20
2.12.1	Actionnaires personnes physiques résidents fiscaux de France agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et ne réalisant pas d'opérations de bourse à titre habituel.....	20
2.12.2	Personnes morales assujetties en France à l'impôt sur les sociétés dans les conditions de droit commun.....	22
2.12.3	Actionnaires non-résidents fiscaux de France	23
2.12.4	Autres actionnaires	23
3.	ELEMENTS CONCERNANT LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE.....	24
3.1	Structure et répartition du capital de la Société	24
3.2	Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions.....	24
3.3	Clauses de conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société (article L. 233-11 du Code de commerce).....	25
3.4	Participations directes ou indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opérations sur titres	25
3.5	Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	25

3.6	Mécanisme de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel.....	26
3.7	Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et/ou à l'exercice des droits de vote	26
3.8	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la Société	26
3.9	Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres	26
3.10	Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société.....	29
3.11	Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration, les salariés ou les dirigeants de la Société, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique ...	29
4.	ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX DE L'OFFRE.....	29
4.1	Synthèse – détermination du prix de l'Offre.....	29
4.2	Données financières servant de base à l'évaluation.....	30
4.2.1	Agrégats de référence	30
4.2.2	Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres	31
4.2.3	Nombre d'actions totalement dilué.....	32
4.3	Méthodes retenues pour l'appréciation des termes de l'Offre	32
4.3.1	Actualisation des flux de trésorerie futurs	33
4.3.2	Multiples de sociétés cotées comparables	34
4.3.3	Approche par les cours cibles des analystes	36
4.3.4	Approche par les cours de bourse historiques	36
4.3.5	Approche par référence aux prix de transactions récentes sur le capital de SFR Group par Altice N.V.	37
4.3.6	Actif net comptable	37
4.4	Méthodes écartées.....	37
4.4.1	Multiples des transactions précédentes.....	37
4.4.2	Actif net réévalué	38
4.4.3	Actualisation des flux de dividendes	38
4.5	Commentaires additionnels concernant les allégations du fonds CIAM	38
4.5.1	Abandon de la marque SFR.....	38
4.5.2	Amende infligée par l'Autorité de la concurrence	38
4.5.3	Nouveau contrat de bail relatif au site Quadrans.....	38
5.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	39
6.	AVIS DELIVRE PAR PERELLA WEINBERG PARTNERS SUR LES TERMES DE L'OFFRE	113
7.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIETE	116
8.	INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION.....	118
9.	INTENTIONS DE LA SOCIETE QUANT AUX ACTIONS AUTO-DETENUES	118
10.	INFORMATIONS RELATIVES A L'INITIATEUR ET A LA SOCIETE	119
11.	PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION CONJOINTE.....	120
11.1	Pour l'Initiateur.....	120
11.2	Pour la présentation de l'Offre.....	120
11.3	Pour SFR Group.....	120

1. PRESENTATION DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 236-3 et 237-1 du règlement général de l'AMF (« **RGAMF** »), la société Altice France S.A., société anonyme de droit luxembourgeois dont le siège social est situé au 5, rue Eugène Ruppert, L-2453 Luxembourg, immatriculée au registre du commerce et des sociétés du Luxembourg sous le numéro B 135.296 (l'« **Initiateur** »), filiale indirecte à 100% de la société Altice N.V., société anonyme de droit néerlandais (*naamloze vennootschap*) dont le siège social est situé à Prins Bernhardplein 200, 1097 JB Amsterdam, aux Pays-Bas, immatriculée au registre du commerce des Pays-Bas sous le numéro 63329743, propose de manière irrévocable aux actionnaires de la société SFR Group, société anonyme dont le siège social est situé au 1, square Béla Bartók, 75015 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 794 661 470 (« **SFR Group** » ou la « **Société** »), et dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment A du marché réglementé d'Euronext à Paris (« **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0011594233, d'acquérir la totalité de leurs actions SFR Group dans le cadre d'une offre publique de retrait (l'« **Offre Publique de Retrait** ») qui sera immédiatement suivie d'une procédure de retrait obligatoire (le « **Retrait Obligatoire** » et, avec l'Offre Publique de Retrait, l'« **Offre** »), au prix unitaire de 34,50 euros (le « **Prix de l'Offre** »).

L'Offre vise :

- la totalité des actions SFR Group d'ores et déjà émises et non détenues par le groupe majoritaire auquel l'Initiateur appartient, soit, à la connaissance de l'Initiateur à la date du présent document, un nombre maximal de 18.340.983 actions de la Société¹, représentant 4,13% du capital et 4,15% des droits de vote, déterminé comme suit :

Actions existantes	443.644.560
<i>moins</i> actions détenues par l'Initiateur	383.806.099
<i>moins</i> actions détenues par Altice N.V.	41.334.978
<i>moins</i> actions détenues par Altice France bis S.à.r.l.	162.500
Total des actions déjà émises visées par l'Offre	18.340.983

- la totalité des actions SFR Group qui seraient susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre Publique de Retrait du fait de l'exercice d'options de souscription d'actions SFR Group soit, à la connaissance de l'Initiateur à la date du présent document, un nombre maximal de 1.986.685 actions SFR Group ;

soit, à la connaissance de l'Initiateur à la date du présent document, un nombre maximal total d'actions SFR Group visées par l'Offre égal à 20.327.668.

A la connaissance de l'Initiateur, il n'existe aucun autre droit, titre de capital ou instrument financier pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société.

Dans le cadre du Retrait Obligatoire, les actions SFR Group non détenues par le groupe majoritaire auquel l'Initiateur appartient seront transférées à l'Initiateur moyennant une indemnisation identique au Prix de l'Offre, soit 34,50 euros par action, cette indemnisation étant nette de tous frais.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du RGAMF, l'Offre est présentée par BNP Paribas et J.P. Morgan Chase Bank N.A., agissant par l'intermédiaire de sa succursale de Paris (ci-après les « **Etablissements Présentateurs** »), qui garantissent la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur relatifs à l'Offre.

¹ En ce compris les 47.023 actions considérées comme détenues pour le compte de la Société dans le cadre du contrat de liquidité conclu début 2014 avec Exane BNP Paribas.

1.1 Contexte de l'Offre

1.1.1 *Contexte général de l'Offre*

Présentation d'Altice

La société Altice France S.A. est une sous-filiale détenue à 100% par Altice N.V., la structure faîtière du groupe Altice cotée sur Euronext Amsterdam (ATC & ATCB).

Fondé en 2001 par Patrick Drahi, le groupe Altice est spécialisé dans la fourniture de services télécoms et de contenus médias, sur les réseaux de communication fixes (câble, fibre ou DSL) et sur les réseaux de communication mobiles. Le groupe Altice est un groupe international, présent en Europe de l'Ouest (SFR Group en France, Portugal Telecom au Portugal, Green.ch en Suisse), aux Etats-Unis (Altice USA), en Israël (HOT), dans les Antilles françaises et en Guyane (SFR Caraïbes), dans l'Océan Indien (SRR-SFR à Mayotte et La Réunion) ainsi qu'en République Dominicaine (Altice Hispaniola et Tricom).

A travers ses différentes filiales opérationnelles, le groupe Altice fournit aux entreprises et au grand public, représentant près de 50 millions de clients, des services de télécommunication incluant la télévision payante, l'accès Internet haut-débit et la téléphonie fixe via un réseau fixe, ainsi que des services de téléphonie mobile. Le groupe est également présent dans le domaine des médias et fournit des contenus exclusifs (tels que la diffusion de programmes TV ou de grandes compétitions sportives) ainsi que l'accès à des chaînes *premium* (à travers par exemple des chaînes d'information internationales, nationales et locales) et à différents titres de presse. Le groupe Altice innove également en matière de technologies à travers ses « *Altice Labs* » répartis à travers le monde. Il met en contact des marques importantes avec leur audience en leur proposant des solutions publicitaires. Il est enfin un fournisseur mondial de solutions digitales pour tous ses clients entreprises.

Présentation de SFR Group

SFR Group est le deuxième opérateur télécoms, média et publicité en France avec un chiffre d'affaires de 11 milliards d'euros réalisé en 2016 et des positions d'envergure sur l'ensemble du marché, que ce soit auprès du public, des entreprises, des collectivités ou des opérateurs. Déclinant la stratégie du groupe Altice sur le territoire français, SFR Group propose des services, similaires à ceux des autres entités opérationnelles du groupe Altice, de télécommunication et de fourniture de contenus sous forme de presse, chaînes de télévision exclusives ou contenus exclusifs. Doté du premier réseau en fibre optique (FTTB/FTTH) avec près de 10 millions de prises éligibles, SFR couvre également plus de 99% de la population en 3G et 91% en 4G/4G+.

Pour le grand public, SFR Group commercialise ses offres sous les marques SFR et RED by SFR et pour l'entreprise, sous la marque SFR Business. SFR Group s'inscrit également dans un nouveau modèle de plus en plus intégré autour de la convergence Accès-Contenus. Son nouveau pôle SFR Média est composé des entités SFR Presse qui regroupent l'ensemble des activités presse du groupe Altice en France (Groupe L'Express, Libération, etc.) et NextRadioTV (détenu à 49%) qui regroupe les activités audiovisuelles du groupe Altice en France (BFM TV, BFM Business, BFM Paris, RMC, RMC Découverte). La marque SFR a vocation à être remplacée par la marque Altice, comme indiqué à la section 1.3.1, b) ci-dessous.

Historique de SFR Group

SFR Group, sous son ancienne dénomination Numericable Group, a d'abord regroupé sous une même structure juridique et une marque unique l'ensemble des activités câbles précédemment acquises par Altice en France métropolitaine (Ypso, Complétel, NCN, TDF Câble, Noos). Premier câblo-opérateur français, Numericable Group a été introduite en bourse en novembre 2013 alors qu'Altice en détenait, avec les fonds Carlyle et Cinven, dont elle a acquis les participations en 2014, environ 75% du capital, dont 30% à elle seule. En novembre 2014, Numericable Group a acquis SFR auprès de Vivendi en devenant, à cette occasion, Numericable-SFR. Dans le cadre de cette opération, Vivendi est devenue actionnaire de Numericable-SFR à hauteur de 20%, puis est sortie du capital de Numericable-SFR en mai 2015, opération à l'issue de laquelle le groupe Altice détenait environ 78,5% du capital et des droits de

vote de Numericable-SFR. En juin 2016, Numericable-SFR a modifié sa dénomination sociale pour devenir SFR Group.

L'un des axes stratégiques du groupe Altice consiste à développer une convergence entre ses activités dans le domaine des télécommunications et celles exercées dans le domaine de la production ou de l'acquisition de contenus (droits sportifs, production cinématographique, programmation télévisuelle, presse, *etc.*). La recherche de cette convergence se traduit naturellement par une politique d'intégration de ses différentes filiales et d'homogénéisation de leurs méthodes de gestion.

C'est dans ce contexte que la présente Offre est déposée, afin de parfaire l'intégration de SFR Group dans le groupe Altice.

1.1.2 Historique de la participation du groupe Altice dans la Société

Depuis la décision de l'AMF publiée le 5 octobre 2016 par laquelle le projet d'offre publique d'échange simplifiée déposé par Altice N.V. sur la Société le 5 septembre 2016² a été déclaré non conforme, Altice N.V. a acquis, par voie d'échange, 81.334.978 actions SFR Group dans le cadre d'acquisitions hors marché, dont le détail figure dans le tableau ci-dessous :

Dates de conclusion des contrats d'acquisition	Quantité de titres acquis	Parité d'échange ³	Contre-valeur en euros ⁴
12/10/2016	14.404.025	1,60	26,400€
13/10/2016	8.668.780	1,60	25,528€
01/12/2016	1.671.464	1,50	23,955€
05/12/2016	1.038.336	1,50	23,400€
09/12/2016	1.978.200	1,50	26,678€
11/04/2017	7.876.740 ⁵	1,45	34,020€
	2.973.760	1,45	30,878€
24/04/2017	2.955.000	1,50	32,250€
	595.000	1,49	32,035€
25/04/2017	3.947.028	1,50	33,600€
	8.010.000	1,49	33,376€
19/05/2017	2.339.900	1,49	31,812€
	500.000	1,45	30,957€
26/05/2017	250.000	1,49	33,674€
30/05/2017	1.614.000	1,49	33,041€
31/05/2017	1.146.600	1,49	33,011€
01/06/2017	7.183.400	1,49	33,801€
	3.041.525	1,52	34,481€
02/06/2017	680.900	1,49	33,711€
04/06/2017	841.000	1,49	33,711€
26/06/2017	2.324.100	1,49	33,011€
	100.850	1,46	32,346€
02/08/2017	1.389.700	1,55	32,364€
04/08/2017	406.000	1,55	32,736€
09/08/2017	5.398.670	1,6	31,440€

Les contrats d'acquisition en question n'étaient pas assortis de clauses de complément de prix ou, lorsque cela était le cas, ces clauses n'ont pas été mises en œuvre et ont expiré. Toutefois, dans les dernières acquisitions de 7.194.370 actions des 2, 4 et 9 août 2017, Altice N.V. s'est engagée à verser à ses contreparties un complément de prix au jour auquel serait versée l'indemnisation d'un éventuel retrait

² Pour lequel il est rappelé que la parité d'échange proposée était de 1,6 (soit 8 actions ordinaires Altice N.V. de catégorie A à émettre pour 5 actions SFR Group).

³ Nombre d'actions ordinaires Altice N.V. de catégorie A divisé par le nombre d'actions SFR Group échangées.

⁴ Calculée sur la base du cours de clôture de l'action ordinaire Altice N.V. de catégorie A (ISIN NL0011333752) à la date de conclusion du contrat d'acquisition.

⁵ Dont :

- 7.150.000 actions SFR Group échangées contre (i) 10.367.500 actions ordinaires Altice N.V. de catégorie A (soit une parité d'échange de 1,45) et (ii) une somme en numéraire d'environ 3,14€ par action SFR Group ;
- 726.740 actions SFR Group échangées contre (i) 1.053.773 actions ordinaires Altice N.V. de catégorie A (soit une parité de 1,45) et (ii) une somme en numéraire d'environ 3,14€ par action SFR Group.

obligatoire, si cette indemnisation (34,50€ en l'occurrence) excédait la contre-valeur en euros des actions SFR Group induite par ces échanges. Le montant de ce complément de prix, payable en numéraire ou en actions ordinaires Altice N.V. de catégorie A à la discrétion d'Altice N.V., est égal au montant de cet excédent de valeur, après déduction de l'éventuelle augmentation du cours de bourse de l'action ordinaire Altice N.V. de catégorie A entre la date de conclusion des contrats d'échange en question et celle de mise en œuvre du retrait obligatoire.

Par ailleurs, le groupe Altice a procédé depuis octobre 2016 à des reclassements internes dont le détail figure ci-dessous :

Dates de signature du traité d'apport	Nombre d'actions SFR Group transférées	Prix par action SFR Group retenu dans le cadre de l'apport
25/04/2017	13.000.000	26,069€
19/05/2017	18.000.000	27,397€
26/06/2017	9.000.000	29,711€

Il est précisé que la valorisation de ces apports, réalisés entre Altice N.V. et l'Initiateur, a été effectuée, conformément au droit luxembourgeois, sur la base du prix moyen pondéré auquel les actions SFR Group apportées ont été négociées sur Euronext Paris au cours des six mois précédant la date effective des apports en question, afin de bénéficier de l'exemption légale relative à l'établissement d'un rapport d'un réviseur d'entreprises.

A la date du présent document, le groupe majoritaire auquel appartient l'Initiateur détient ainsi 425.303.577 actions SFR Group, représentant 95,87% du capital et 95,85% des droits de vote de la Société existant à la date des présentes, soit plus de 95% du capital et des droits de vote en tenant compte des actions susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre du fait de l'exercice d'options de souscription d'actions SFR Group.

1.1.3 Déclarations de franchissement de seuils

Conformément aux articles L. 233-7 et suivants du Code de commerce, les déclarations de franchissement de seuils suivantes ont été adressées par Altice N.V. et ses filiales directes et indirectes à l'AMF et à la Société à la suite des opérations mentionnées à la section 1.1.2 du présent document :

Personne à l'origine du franchissement de seuil	Date de publication par l'AMF	Référence AMF	Type	Seuil	Type de transaction
Altice N.V.	19 octobre 2016	n°216C2386	↗	5% (en capital et en droits de vote)	Acquisitions hors marché
Altice N.V.	24 novembre 2016	n°216C2646	↘	5% (en droits de vote)	N/A (augmentation du nombre total de droits de vote de la Société)
Groupe Altice	13 décembre 2016	n°216C2798	↗	90% (en droits de vote)	Acquisitions hors marché et attribution de droits de vote double
Altice N.V.	13 avril 2017	n°217C0820	↗	5% (en droits de vote)	Acquisitions hors marché
Groupe Altice	29 mai 2017	n°217C1075	↗	90% (en capital)	Acquisitions hors marché
			↘	90% (en droits de vote)	N/A (perte de droits de vote double)

			↗	90% (en droits de vote)	Acquisitions hors marché
Groupe Altice	17 août 2017	n°217C1923	↗	95% (en capital et en droits de vote)	Acquisitions hors marché

1.1.4 Répartition actuelle du capital de SFR Group

A la connaissance de l'Initiateur, et sur la base des informations communiquées par la Société, le capital social et les droits de vote de SFR Group sont répartis comme suit au 15 septembre 2017 :

Actionnaires	Situation en capital		Situation en droits de vote théoriques	
	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% de droits de vote
Altice N.V. ⁽¹⁾	41.334.978	9,32%	41.334.978	9,23%
Altice France S.A. ⁽²⁾	383.806.099	86,51%	387.691.121	86,58%
Altice France bis S.à.r.l. ⁽³⁾	162.500	0,04%	162.500	0,04%
Total groupe Altice	425.303.577	95,87%	429.188.599	95,85%
Contrat de liquidité ⁽⁴⁾	47.023	0,01%	47.023	0,01%
Public	18.293.960	4,12%	18.544.336	4,14%
TOTAL	443.644.560	100%	447.779.958	100%

(1) Contrôlée par M. Patrick Drahi.

(2) Détendue à 100% par Altice Luxembourg S.A., société détenue à 100% par Altice Group Lux S.à.r.l., elle-même contrôlée à 100% par Altice N.V.

(3) Détendue à 100% par Altice France S.A.

(4) Contrat de liquidité conclu début 2014 avec Exane BNP Paribas, dont l'exécution a été suspendue le 10 août 2017 à la suite de l'annonce de l'Offre. Ce contrat sera résilié à l'issue du Retrait Obligatoire.

1.2 Motifs de l'Offre

Le groupe majoritaire auquel appartient l'Initiateur détenant plus de 95% du capital et des droits de vote de SFR Group, l'Initiateur a déposé auprès de l'AMF, conformément aux dispositions des articles 236-3 et 237-1 et suivants du RGAMF, un projet d'Offre Publique de Retrait qui sera immédiatement suivie d'un Retrait Obligatoire visant la totalité des actions SFR Group non détenues par lui.

L'Offre est réalisée dans le but d'acquérir 100% de SFR Group, pour l'intégrer de manière plus complète au sein du groupe Altice.

La mise en œuvre du Retrait Obligatoire permettra à SFR Group de se libérer de ses obligations réglementaires et administratives liées à l'admission aux négociations de ses actions sur Euronext Paris et, dès lors, réduire les coûts qui y sont associés.

Les actionnaires minoritaires de SFR Group obtiendront une liquidité immédiate et intégrale de leurs actions SFR Group.

L'Initiateur a mandaté BNP Paribas et J.P. Morgan qui ont procédé à une évaluation des actions SFR Group figurant en section 4 du présent document. Par ailleurs, la Société est conseillée par Perella Weinberg Partners, dont l'avis figure en section 6.

En application des dispositions de l'article 261-1, I. et II. du RGAMF, SFR Group a désigné le cabinet Finexsi en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** ») chargé d'apprécier les conditions financières de l'Offre. Le rapport de l'Expert Indépendant, qui conclut au caractère équitable du prix proposé aux actionnaires dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait et du Retrait Obligatoire, est intégralement reproduit à la section 5 du présent document.

1.3 Intentions de l'Initiateur pour les douze mois à venir

1.3.1 *Intentions relatives à la politique industrielle, commerciale et financière*

L'objectif général de l'Initiateur est de poursuivre la stratégie industrielle, commerciale et financière du groupe Altice et de la décliner au niveau de SFR Group afin de renforcer sa position sur le marché français des télécommunications et des médias.

a) La convention de prestations de services relative au *Modèle Altice*

Le 5 septembre 2016, Altice N.V. a annoncé son intention de renforcer sa stratégie industrielle et opérationnelle par la mise en place d'une démarche commune identifiée sous le nom d'*Altice Way (Modèle Altice)*, qui a pour objectif, en s'appuyant sur des filiales dédiées, de renforcer de façon coordonnée les capacités opérationnelles et techniques clefs du groupe Altice pour le bénéfice de chacune de ses filiales opérationnelles afin qu'elles redéployent leurs ressources, améliorent leur efficacité opérationnelle et favorisent l'innovation.

Cette approche englobe du savoir-faire, de la méthodologie, des bonnes pratiques et des services développés par des équipes de spécialistes travaillant dans des filiales d'Altice N.V., avec pour objectif de simplifier les organisations, rationaliser les processus de décision et redéployer les ressources physiques, techniques et financières vers les investissements dans le réseau et le service client, permettant ainsi aux filiales opérationnelles de se concentrer sur l'amélioration du réseau et l'expérience client. Altice N.V. met en œuvre cette approche en se concentrant sur un certain nombre de principes clefs incluant la construction, la modernisation et l'amélioration de la qualité des réseaux haut-débits afin d'assurer leur fiabilité et leur adaptabilité.

Cette mise en place du *Modèle Altice* doit aboutir à la conclusion d'une convention de prestations de services entre chaque filiale opérationnelle du groupe Altice (dont SFR Group) et certaines filiales dédiées appartenant au groupe Altice. L'objet de cette convention est de prévoir le cadre dans lequel plusieurs services sont fournis par ces filiales dédiées et de fixer un mode de rémunération en relation avec les services rendus et les résultats obtenus. Ces services recouvrent le développement et l'intégration de nouveaux produits et de nouveaux *business models*, l'amélioration de la qualité des réseaux, l'amélioration de la relation client et de l'expérience client, la sélection des fournisseurs stratégiques et l'amélioration des modalités commerciales et techniques de leurs prestations.

Concernant SFR Group, il est précisé que la convention de prestations de services ne sera conclue qu'une fois que les actions de la Société auront été radiées de la bourse d'Euronext Paris. Cette convention n'aura ainsi aucun impact sur la situation des actionnaires destinataires de l'Offre ou sur l'évaluation de leurs actions. A cet égard, aucun montant relatif à la future rémunération correspondant aux prestations de services en question n'a été déduit des revenus futurs de la Société dans le cadre des différentes méthodologies d'évaluation retenues (cf. section 4 du présent document).

b) La volonté de développer la marque commerciale Altice

Dans le cadre de la poursuite de sa stratégie globale de groupe intégré, le groupe Altice a annoncé le 23 mai 2017 son intention de développer une marque unique, Altice, traduisant le caractère résolument international et numérique de ses activités tout en renforçant la réalité multi-locale de son activité.

Cette nouvelle étape a pour objectif d'unifier et renforcer le groupe Altice en vue de partager désormais un seul modèle opérationnel ainsi qu'une stratégie unique de convergence des secteurs des télécommunications, des contenus, des médias et de la publicité. A travers la création d'une marque unique, le groupe Altice se propose ainsi d'atteindre son objectif de création d'un groupe intégré.

Cette nouvelle identité commune à l'ensemble des filiales du groupe Altice va également bénéficier à SFR Group, en l'identifiant comme une société faisant partie d'un groupe industriel et commercial pourvoyeur de solutions innovantes pour ses clients à travers le monde. A l'heure où les consommateurs sont entourés de marques mondiales et où l'univers digital ne peut vivre qu'avec des marques globales,

la nouvelle marque unique, support privilégié de la stratégie du groupe, contribuera au développement à long terme de SFR Group.

En conséquence, le nom, la marque et le logo Altice remplaceront les marques existantes au sein de chacune des filiales, en ce compris SFR Group, pour laquelle la présente Offre constitue la dernière étape en vue d'une convergence totale entre la Société et le groupe Altice. Il est prévu que toutes les marques commerciales achèveront leur processus de transition d'ici la fin du second trimestre 2018.

En contrepartie de l'utilisation de la marque Altice par les filiales du groupe, aucune redevance ne sera versée par ces dernières au profit du titulaire des droits d'exploitation exclusifs pendant les trois premières années du contrat. A l'arrivée du terme de ces trois ans, ledit titulaire des droits et chaque filiale du groupe exploitant la marque devront s'entendre sur le principe d'une rémunération éventuelle si cette dernière était justifiée. En conséquence, compte tenu de l'existence et du calendrier de l'Offre, le changement de marque de SFR Group est un événement entièrement neutre sur un plan financier pour les actionnaires de la Société, y compris pour l'évaluation de leurs actions dans le cadre de l'Offre. A cet égard, aucun montant de redevance relatif à l'utilisation de la marque Altice n'a été déduit des revenus futurs de la Société dans le cadre des différentes méthodologies d'évaluation retenues et aucune dévalorisation d'actif incorporel n'a été retenue au titre de la cessation de l'utilisation de la marque SFR (cf. section 4 du présent document).

Par ailleurs, il a été rapporté que le 16 juin 2017⁶ le fonds CIAM, actionnaire minoritaire de SFR Group, aurait déposé une plainte pénale devant le tribunal de grande instance de Paris pour abus de biens sociaux de SFR Group, aux termes de laquelle CIAM critiquerait l'abandon de la marque SFR au profit d'Altice. Au-delà de ce chef d'accusation, CIAM critiquerait également le fait d'avoir fait supporter par SFR Group l'intégralité d'une amende de 80 millions d'euros infligée solidairement à SFR Group et à Altice Luxembourg par l'Autorité de la concurrence le 8 novembre 2016⁷, pour avoir réalisé de manière anticipée la prise de contrôle du groupe SFR ainsi que du groupe Omer Telecom (Virgin Mobile). CIAM reprocherait enfin la résiliation des baux commerciaux relatifs au Campus Saint-Denis conclus par SFR Group le 4 décembre 2013 et la conclusion de nouveaux contrats de bail relatifs au complexe immobilier Quadrans dans des conditions prétendument défavorables à la Société.

Le groupe Altice estime que ces accusations sont infondées et Altice N.V. a porté plainte contre CIAM pour dénonciation calomnieuse le 18 juillet 2017. En tout état de cause, il est précisé que ces accusations n'ont pas d'impact significatif sur (i) la valorisation de la Société et (ii) les éléments d'appréciation du prix de l'Offre selon les travaux réalisés par les Etablissements Présentateurs, Perella Weinberg Partners et l'Expert Indépendant.

c) L'intention de fibrer le territoire français sans solliciter l'aide financière de l'Etat

Dans leur communiqué de presse conjoint du 12 juillet 2017, Altice N.V. et SFR Group ont annoncé leur décision de fibrer l'ensemble du territoire français sans solliciter l'aide financière de l'Etat. Au terme de ce projet d'investissement, Altice N.V. et SFR Group ont l'intention de fibrer 80% du territoire national en 2022 et 100% d'ici 2025.

Ce projet va se traduire par la création d'une société de déploiement, Altice Infrastructures, dont l'objet sera de déployer la fibre sur l'intégralité du territoire français. Cette société, entièrement financée, aura la charge de déployer ce réseau, qui sera également ouvert aux autres opérateurs. Ces travaux débiteront au mois de septembre 2017, en vue de pouvoir raccorder en fibre les premiers foyers visés à l'automne 2017.

1.3.2 Intentions en matière d'emploi

L'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de SFR Group et ne devrait pas avoir d'incidence particulière sur la politique poursuivie par SFR Group en matière d'effectif, de politique salariale et de gestion des ressources humaines.

⁶ Sources : Les Echos du 18 juin 2017, « *Le fonds activiste CIMA attaque en justice les méthodes d'Altice vis-à-vis de SFR* » ; Reuters, 16 juin 2017, « *Activist SFR investor says launches legal action against Altice* ».

⁷ Décision n°16-D-24.

L'Offre ne devrait donc pas avoir d'impact sur l'emploi au sein de SFR Group.

1.3.3 Composition des organes sociaux et de la direction de SFR Group

Le conseil d'administration de SFR Group est actuellement composé de :

- Monsieur Michel Combes (Président-Directeur général) ;
- Monsieur Bertrand Méheut (Vice-Président du conseil d'administration) ;
- Monsieur Bernard Attali* ;
- Madame Angélique Benetti ;
- Monsieur Jérémie Bonnin ;
- Madame Manon Brouillette* ;
- Madame Anne-France Laclide* ;
- Monsieur Alain Weill.

* Administrateurs indépendants

La direction générale de SFR Group est actuellement assurée par Monsieur Michel Combes (Président-Directeur général) et Monsieur Alain Weill (directeur général délégué).

L'Initiateur souhaite aligner la gouvernance de SFR Group sur celle des filiales non cotées du groupe Altice à l'issue de l'Offre.

1.3.4 Intérêt de l'Offre pour la Société et ses actionnaires

Du fait de la radiation des actions de la Société d'Euronext Paris, l'Offre permettra à SFR Group de se libérer de ses obligations réglementaires et administratives liées à l'admission aux négociations de ses actions sur Euronext Paris et, dès lors, de réduire les coûts qui y sont associés.

L'Offre permet aux actionnaires minoritaires de SFR Group d'obtenir une liquidité immédiate et intégrale de leurs actions.

Les actionnaires de SFR Group qui apporteront leurs actions à l'Offre bénéficieront d'une prime offerte correspondant à 9,7% sur la base du cours de clôture de SFR Group au jour précédant l'annonce du projet initial d'offre publique (le 10 août 2017⁸), à 11,2% sur la moyenne du dernier mois, à 10,6% sur la moyenne des trois derniers mois, à 13,6% sur la moyenne des six derniers mois et à 25,4% sur la moyenne des douze derniers mois⁹.

Les éléments d'appréciation du prix de l'Offre sont présentés en section 4 du présent document.

1.3.5 Synergies envisagées – Gains économiques attendus

A l'exception de l'économie de coûts liée à la radiation des actions d'Euronext Paris dans le cadre du Retrait Obligatoire, l'Initiateur et la Société n'anticipent aucune synergie significative de coûts ni de résultats dont la matérialisation serait identifiable à la date du présent document.

1.3.6 Intentions concernant une éventuelle fusion

A la date du présent document, il n'est pas envisagé de procéder à une fusion entre une entité du groupe Altice et SFR Group.

Il est toutefois précisé qu'il est prévu, à l'issue de l'Offre, que des opérations de fusion aient lieu entre SFR Group et certaines de ses filiales afin de simplifier l'organigramme du groupe SFR.

⁸ Etant précisé que cette annonce a eu lieu avant bourse.

⁹ Les primes sont exprimées par rapport aux moyennes de cours de SFR Group pondérées par les volumes de SFR Group.

1.3.7 Politique de distribution de dividendes de la Société

La politique de distribution de dividendes de SFR Group continuera d'être déterminée par les organes sociaux de la Société en fonction des capacités distributives, de la situation financière et des besoins financiers de la Société.

Il est rappelé que SFR Group n'a procédé à aucune distribution de dividendes depuis son introduction en bourse en 2013, à l'exception de la distribution exceptionnelle d'un dividende de 5,70 euros par action SFR Group en décembre 2015.

L'Initiateur ne prévoit pas que la Société sera en mesure à moyen terme de distribuer des dividendes.

1.4 Accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue

Il n'existe, à la connaissance de l'Initiateur, aucun accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou son issue. En particulier, il n'existe pas d'engagements d'apport ou de non-apport à l'Offre.

Par ailleurs, conformément à ce qui a été indiqué à la section 1.3.1 du présent document, ni la convention de prestations de services relative au *Modèle Altice* à conclure ni le changement de la marque SFR en Altice ne sont susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre, ni sur son issue, dès lors qu'ils n'aboutiront à aucune facturation de la Société tant que les actions de cette dernière seront admises aux négociations sur Euronext Paris.

En outre, l'incidence sur l'appréciation du Prix de l'Offre des accords d'acquisitions de titres SFR Group conclus par Altice N.V., décrits à la section 1.1.2 ci-dessus, est présentée à la section 4 du présent document. Ces éléments ont par ailleurs été analysés par Perella Weinberg Partners ainsi que par l'Expert Indépendant dont l'avis et le rapport figurent respectivement aux sections 6 et 5 du présent document.

2. CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE

2.1 Termes de l'Offre

En application des dispositions des articles 231-13, 236-3 et 237-1 du RGAMF, les Etablissements Présentateurs, agissant pour le compte de l'Initiateur, ont déposé l'Offre le 4 septembre 2017 auprès de l'AMF et garantissent la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

L'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir auprès des actionnaires de la Société toutes les actions visées par l'Offre et qui seront apportées à l'Offre Publique de Retrait, au prix de 34,50 euros par action SFR Group, payable uniquement en numéraire, pendant une période d'au moins dix jours de négociation.

Les actions SFR Group visées par l'Offre Publique de Retrait qui n'auront pas été présentées à l'Offre Publique de Retrait seront transférées à l'Initiateur dans le cadre du Retrait Obligatoire à l'issue de l'Offre Publique de Retrait moyennant une indemnisation de 34,50 euros par action SFR Group, nette de tous frais.

2.2 Nombre d'actions susceptibles d'être apportées à l'Offre

Il est rappelé que le groupe majoritaire auquel l'Initiateur appartient détient, à la date du présent document, 425.303.577 actions SFR Group représentant 95,87% du capital et 95,85% des droits de vote de SFR Group sur la base d'un capital composé de 443.644.560 actions représentant 447.779.958 droits de vote théoriques (calculés en application de l'article 223-11, I, alinéa 2 du RGAMF), soit plus de 95% du capital et des droits de vote en tenant compte des actions susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre du fait de l'exercice d'options de souscription d'actions SFR Group.

Conformément à l'article 231-6 du RGAMF, l'Offre porte sur la totalité des actions existantes SFR Group non détenues par le groupe majoritaire auquel appartient l'Initiateur, déterminée comme suit :

- la totalité des actions SFR Group d'ores et déjà émises et non détenues par le groupe majoritaire auquel l'Initiateur appartient, soit, à la connaissance de l'Initiateur à la date du présent document, un nombre maximal de 18.340.983 actions de la Société¹⁰, représentant 4,13% du capital et 4,15% des droits de vote, déterminé comme suit :

Actions existantes	443.644.560
<i>moins</i> actions détenues par l'Initiateur	383.806.099
<i>moins</i> actions détenues par Altice N.V.	41.334.978
<i>moins</i> actions détenues par Altice France bis S.à.r.l.	162.500
Total des actions déjà émises visées par l'Offre	18.340.983

- la totalité des actions SFR Group qui seraient susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre Publique de Retrait du fait de l'exercice d'options de souscription d'actions SFR Group soit, à la connaissance de l'Initiateur à la date du présent document, un nombre maximal de 1.986.685 actions SFR Group ;

soit, à la connaissance de l'Initiateur à la date du présent document, un nombre maximal total d'actions SFR Group visées par l'Offre égal à 20.327.668.

A la connaissance de l'Initiateur, il n'existe aucun autre droit, titre de capital ou instrument financier pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société.

2.3 Situation des titulaires d'options de souscription d'actions et mécanisme de liquidité

2.3.1 *Situation des titulaires d'options de souscription d'actions*

La Société a procédé à l'attribution d'options de souscription (les « **Options** ») dans le cadre de plusieurs plans au cours des années 2013, 2014 et 2015, dont les principales caractéristiques sont détaillées en pages 163 et suivantes du document de référence 2016 de la Société déposé à l'AMF le 21 avril 2017 sous le numéro D.17-0418 et disponible sur les sites Internet de la Société (www.sfr.com) et de l'AMF (www.amf-france.org).

Le tableau ci-dessous résume les principales caractéristiques des Options exerçables à la date du présent document :

¹⁰ En ce compris les 47.023 actions considérées comme détenues pour le compte de la Société dans le cadre du contrat de liquidité conclu début 2014 avec Exane BNP Paribas.

	Plan n°1 2013	Plan n°2 2014	Plan n°4 2014	Plan n°5 2015	Plan n°6 2015
Date d'attribution	7/11/2013	10/01/2014	28/11/2014	13/04/2015	08/09/2015
Périodes d'exercice des Options	<u>1^{ère} période</u> : du 7/11/2015 à minuit au 06/11/2021 à minuit <u>2^{ème} période</u> : du 7/11/2016 à minuit au 06/11/2021 à minuit <u>3^{ème} période</u> : du 7/11/2017 à minuit au 06/11/2021 à minuit	<u>1^{ère} période</u> : du 10/01/2016 à minuit au 09/01/2022 à minuit <u>2^{ème} période</u> : du 10/01/2017 à minuit au 09/01/2022 à minuit <u>3^{ème} période</u> : du 10/01/2018 à minuit au 09/01/2022 à minuit	<u>1^{ère} période</u> : du 28/11/2016 à minuit au 27/11/2022 à minuit <u>2^{ème} période</u> : du 28/11/2017 à minuit au 27/11/2022 à minuit <u>3^{ème} période</u> : du 28/11/2018 à minuit au 27/11/2022 à minuit	<u>1^{ère} période</u> : du 13/04/2017 à minuit au 13/04/2023 à minuit <u>2^{ème} période</u> : du 13/04/2018 à minuit au 13/04/2023 à minuit <u>3^{ème} période</u> : du 13/04/2019 à minuit au 13/04/2023 à minuit	<u>1^{ère} période</u> : du 08/09/2017 à minuit au 08/09/2023 à minuit <u>2^{ème} période</u> : du 08/09/2018 à minuit au 08/09/2023 à minuit <u>3^{ème} période</u> : du 08/09/2019 à minuit au 08/09/2023 à minuit
Modalités d'exercice	50% des options exerçables au 2 ^{ème} anniversaire de l'attribution (1 ^{ère} période) 25% au 3 ^{ème} anniversaire (2 ^{ème} période) 25% au 4 ^{ème} anniversaire (3 ^{ème} période)				
Prix de souscription	13,50€ puis 11,37€ après ajustement*	15,04€ puis 12,67€ après ajustement*	29,41€ puis 24,78€ après ajustement*	44,21€	38,81€
Nombre total d'actions pouvant être initialement souscrites	4.050.249 après ajustement* au prix de 11,37€	626.997 après ajustement* au prix de 12,67€	2.683.636 après ajustement* au prix de 24,78€	409.447	106.457
Nombre d'Options restant à exercer	1.131.448 après ajustement* au prix de 11,37€	60.400	302.669 après ajustement* au prix de 24,78€	385.711	106.457

* Ces ajustements résultent du paiement d'un dividende exceptionnel de 5,70 euros en décembre 2015.

Il est précisé que les Options relevant du plan n°3 ont été exercées en partie le 24 novembre 2015 et que ce plan est désormais terminé.

A la connaissance de l'Initiateur, au 15 septembre 2017, il existe 1.986.685 Options au titre des plans susmentionnés, dont la totalité seront exerçables pendant l'Offre Publique de Retrait. En effet, l'ensemble des plans en vigueur prévoient qu'en cas de dépôt d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire portant sur les actions de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de conformité de l'AMF, leurs bénéficiaires pourront exercer de manière anticipée leurs Options à compter de la date d'ouverture de l'offre.

Les actions SFR Group résultant de l'exercice de ces Options seront des actions nouvelles SFR Group qui pourront être apportées à l'Offre Publique de Retrait, étant précisé que chaque Option donne le droit à son bénéficiaire de souscrire à une action de la Société.

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

En revanche, les Options n'étant pas cessibles, elles ne sont pas visées par l'Offre Publique de Retrait.

2.3.2 Liquidité offerte aux titulaires d'Options

Une liquidité sera offerte aux titulaires d'Options dont le prix d'exercice est inférieur à 34,50€ (plans n°1, 2 et 4) et qui n'auront pas exercé leurs Options pendant la période de l'Offre Publique de Retrait. A cette fin, dès lors que les actions SFR Group ne seront plus admises aux négociations sur Euronext Paris, il sera proposé aux titulaires de ces Options qui ne les auraient pas exercées pendant la période d'Offre, de renoncer à leur bénéfice contre une indemnité égale, respectivement, à 23,13 euros, 21,83 euros et 9,72 euros par Option, correspondant à la différence entre 34,50€ et le prix d'exercice des Options concernées. Ces indemnités seront soumises à cotisations sociales et à l'impôt sur le revenu.

Ce dispositif ne pourra pas être appliqué aux plans d'Options n° 5 et 6, leur prix d'exercice étant supérieur à 34,50€.

2.4 Modalités de l'Offre

Conformément à l'article 231-13 du RGAMF, le projet d'Offre a été déposé auprès de l'AMF le 4 septembre 2017. Un avis de dépôt a été publié par l'AMF sur son site Internet (www.amf-france.org).

L'AMF a publié le 19 septembre 2017 sur son site Internet (www.amf-france.org) une déclaration de conformité motivée relative à l'Offre après s'être assurée de la conformité de l'Offre aux dispositions légales et réglementaires qui lui sont applicables. Cette déclaration de conformité emporte visa de la note d'information conjointe.

La présente note d'information conjointe est disponible sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org), du groupe Altice (www.altice.net) et de la Société (www.sfr.com). Ce document, ainsi que les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur et de la Société seront, conformément aux articles 231-27 et 231-28 du RGAMF, tenues gratuitement à la disposition du public par la Société au 1, square Béla Bartók, 75015 Paris, ainsi que par les Etablissements Présentateurs, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre Publique de Retrait. Ces documents seront également disponibles sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org), du groupe Altice (www.altice.net) et de la Société (www.sfr.com).

Conformément aux articles 231-27 et 231-28 du RGAMF, un communiqué de presse précisant les modalités de mise à disposition de ces documents par l'Initiateur et la Société sera par ailleurs diffusé par l'Initiateur et la Société au plus tard le deuxième jour de négociation suivant la décision de conformité de l'AMF s'agissant de la note d'information conjointe et au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre Publique de Retrait s'agissant des documents « Autres Informations » relatifs aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur et de la Société. Ce communiqué sera mis en ligne sur les sites Internet du groupe Altice (www.altice.net) et de la Société (www.sfr.com).

Préalablement à l'ouverture de l'Offre Publique de Retrait, l'AMF publiera un avis d'ouverture et de calendrier de l'Offre, et Euronext Paris publiera un avis annonçant le calendrier et les principales caractéristiques de l'Offre Publique de Retrait ainsi que les conditions de mise en œuvre du Retrait Obligatoire, en ce compris sa date de prise d'effet.

2.5 Procédure d'apport à l'Offre Publique de Retrait

L'Offre Publique de Retrait sera ouverte pendant une période d'au moins dix jours de négociation, conformément aux dispositions de l'article 236-7 du RGAMF.

Elle s'effectuera par achats sur le marché, le règlement livraison étant effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres, dans un délai de deux jours de négociation après l'exécution de chaque ordre. Les frais de négociation (incluant notamment les frais de courtage, commissions bancaires et la TVA afférente) resteront en totalité à la charge des actionnaires vendeurs, étant précisé que l'indemnisation versée dans le cadre du Retrait Obligatoire sera nette de tous frais. Le membre de marché acheteur agissant pour le compte de l'Initiateur est Exane BNP Paribas.

Les actions SFR Group apportées à l'Offre Publique de Retrait devront être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement ou autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit au transfert de leur propriété. L'Initiateur se réserve le droit d'écarter toute action qui ne répondrait pas à cette condition.

Les actionnaires de SFR Group qui souhaiteraient apporter leurs titres à l'Offre Publique de Retrait dans les conditions proposées devront remettre à l'intermédiaire financier dépositaire de leurs actions (établissement de crédit, entreprise d'investissement, *etc.*) un ordre de vente irrévocable, en utilisant le modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire, au plus tard le jour de la clôture de l'Offre Publique de Retrait.

Les actions SFR Group détenues sous la forme nominative devront être converties au porteur pour être présentées à l'Offre Publique de Retrait. En conséquence, les intermédiaires financiers teneurs de compte ayant reçu instruction des propriétaires d'actions SFR Group inscrites en compte nominatif de les apporter à l'Offre Publique de Retrait devront, préalablement à la vente, effectuer la conversion au porteur desdites actions. Il est précisé que la conversion au porteur d'actions inscrites au nominatif pourrait entraîner la perte pour ces actionnaires d'avantages liés à la détention de leurs titres sous la forme nominative.

Le transfert de propriété des actions apportées à l'Offre Publique de Retrait et l'ensemble des droits attachés (en ce compris le droit aux dividendes) interviendra à la date d'inscription en compte de l'Initiateur, conformément aux dispositions de l'article L. 211-17 du Code monétaire et financier. Il est rappelé en tant que de besoin que toute somme due dans le cadre de l'apport des actions à l'Offre ne portera pas intérêt et sera payée à la date de règlement-livraison.

2.6 Interventions de l'Initiateur sur le marché des actions SFR Group pendant la période d'Offre Publique de Retrait

L'Initiateur se réserve la possibilité de réaliser, sur le marché ou hors marché, toute acquisition d'actions de la Société conforme aux dispositions des articles 231-38 et suivants du RGAMF.

2.7 Retrait Obligatoire et radiation d'Euronext Paris

Conformément aux dispositions des articles 237-1 et 237-10 du RGAMF, à l'issue de l'Offre Publique de Retrait, les actions SFR Group qui n'auront pas été présentées à l'Offre Publique de Retrait seront transférées à l'Initiateur (quel que soit le pays de résidence du porteur desdites actions) moyennant une indemnisation de 34,50 euros par action SFR Group, nette de tous frais.

Un avis informant le public du Retrait Obligatoire sera publié par l'Initiateur dans un journal d'annonces légales du lieu du siège social de la Société en application de l'article 237-3 du RGAMF.

Le montant de l'indemnisation sera versé, net de tous frais, à l'issue de l'Offre Publique de Retrait, sur un compte bloqué ouvert à cet effet auprès de BNP Paribas Securities Services, centralisateur des opérations d'indemnisation. Après la clôture des comptes des affiliés, BNP Paribas Securities Services, sur présentation des attestations de solde délivrées par Euroclear France, créditera les établissements dépositaires teneurs de comptes du montant de l'indemnisation, à charge pour ces derniers de créditer les comptes des détenteurs des actions SFR Group de l'indemnité leur revenant.

Conformément à l'article 237-6 du RGAMF, les fonds non affectés correspondant à l'indemnisation des actions SFR Group dont les ayants droit sont restés inconnus seront conservés par BNP Paribas Securities Services pendant une durée de dix ans à compter de la date du Retrait Obligatoire et versés à la Caisse des dépôts et consignations à l'expiration de ce délai. Ces fonds seront à la disposition des ayants droit sous réserve de la prescription trentenaire au bénéfice de l'État.

Les actions SFR Group seront radiées du marché réglementé d'Euronext Paris à l'issue de l'Offre Publique de Retrait, à la date à laquelle le Retrait Obligatoire sera mis en oeuvre.

2.8 Calendrier indicatif de l'Offre

Préalablement à l'ouverture de l'Offre Publique de Retrait, l'AMF publiera un avis d'ouverture et de calendrier de l'Offre, et Euronext Paris publiera un avis annonçant les caractéristiques et le calendrier de l'Offre Publique de Retrait ainsi que les conditions de mise en œuvre du Retrait Obligatoire, et notamment sa date de prise d'effet.

Un calendrier est proposé ci-dessous à titre indicatif :

Dates	Principales étapes de l'Offre
4 septembre 2017	– Dépôt du projet d'Offre et du projet de note d'information conjointe auprès de l'AMF – Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org), du groupe Altice (www.altice.net) et de SFR Group (www.sfr.com) du projet de note d'information conjointe – Diffusion par l'Initiateur et la Société d'un communiqué conjoint de dépôt et de mise à disposition du projet de note d'information conjointe
19 septembre 2017	– Décision de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa de la note d'information conjointe – Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org), du groupe Altice (www.altice.net) et de SFR Group (www.sfr.com) de la note d'information conjointe visée – Dépôt des documents « Autres informations » de l'Initiateur et de la Société auprès de l'AMF
20 septembre 2017	– Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org), du groupe Altice (www.altice.net) et de SFR Group (www.sfr.com) des documents « Autres informations » – Diffusion par l'Initiateur et la Société d'un communiqué conjoint de mise à disposition de la note d'information conjointe visée par l'AMF et des documents « Autres informations » – Publication par l'AMF de l'avis d'ouverture de l'Offre Publique de Retrait – Publication par Euronext Paris de l'avis relatif à l'Offre et ses modalités
21 septembre 2017	– Ouverture de l'Offre Publique de Retrait
4 octobre 2017	– Clôture de l'Offre Publique de Retrait
5 octobre 2017	– Publication par l'AMF de l'avis de résultat de l'Offre Publique de Retrait
9 octobre 2017	– Mise en œuvre du Retrait Obligatoire et radiation des actions SFR Group du marché réglementé Euronext à Paris

2.9 Financement et coûts de l'Offre

2.9.1 *Frais liés à l'Offre*

Le montant global de tous les frais, coûts et dépenses externes exposés par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre, en ce compris notamment les honoraires et autres frais de conseils externes, financiers, juridiques, comptables ainsi que des experts et autres consultants, les frais de publicité et de communication, est estimé à environ 1.250.000 euros (hors taxes).

2.9.2 *Mode de financement de l'Offre*

L'acquisition par l'Initiateur de l'intégralité des actions SFR Group visées par l'Offre représenterait, sur la base du Prix de l'Offre, un montant maximal de 701.304.546 euros (hors frais divers et commissions).

Ce montant sera financé au moyen d'un apport en capital « en compte 115 » octroyé par Altice Luxembourg S.A. à l'Initiateur, dont les fonds proviennent eux-mêmes d'un tirage réalisé par Altice Corporate Financing S.à.r.l.¹¹ sur une ligne de crédit qui lui a été consentie.

¹¹ Filiale luxembourgeoise à 100% d'Altice Group Lux S.à.r.l.

2.10 Frais de courtage et rémunération des intermédiaires

Aucun frais ne sera remboursé ni aucune commission ne sera versée par l'Initiateur à un porteur qui apporterait ses actions à l'Offre Publique de Retrait, ou à un quelconque intermédiaire ou à une quelconque personne sollicitant l'apport d'actions à l'Offre Publique de Retrait.

2.11 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

L'Offre est faite exclusivement en France.

Aucun document relatif à l'Offre n'est destiné à être diffusé dans les pays autres que la France. L'Offre n'est pas ouverte et n'a pas été soumise au contrôle et/ou à l'autorisation d'une quelconque autorité réglementaire autre que l'AMF et aucune démarche ne sera effectuée en ce sens.

Le présent document et tout autre document relatif à l'Offre ne constituent pas une offre en vue de vendre, d'échanger ou d'acquérir des titres financiers ou une sollicitation en vue d'une telle offre dans un quelconque pays où ce type d'offre ou de sollicitation serait illégale ou à l'adresse de quelqu'un envers qui une telle offre ne pourrait être valablement faite. Les actionnaires de la Société situés ailleurs qu'en France ne peuvent participer à l'Offre que dans la mesure où une telle participation est autorisée par le droit local auquel ils sont soumis.

L'Offre n'est pas faite à des personnes soumises à de telles restrictions, directement ou indirectement, et ne pourra d'aucune façon faire l'objet d'une acceptation depuis un pays dans lequel l'Offre fait l'objet de restrictions.

Les personnes venant à entrer en possession du présent document ou de tout autre document relatif à l'Offre doivent se tenir informées des restrictions légales ou réglementaires applicables et les respecter. Le non-respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables en matière boursière dans certains Etats. L'Initiateur et la Société déclinent toute responsabilité en cas de violation par toute personne des restrictions légales ou réglementaires applicables.

Etats-Unis d'Amérique

Aucun document relatif à l'Offre, y compris le présent document, ne constitue une extension de l'Offre aux Etats-Unis et l'Offre n'est pas faite, directement ou indirectement, aux Etats-Unis, à des personnes ayant résidence aux Etats-Unis ou « *US persons* » (au sens du *Règlement S* pris en vertu de l'*U.S. Securities Act* de 1933 tel que modifié), par les moyens des services postaux ou par tout moyen de communication ou instrument de commerce (y compris, sans limitation, la transmission par télécopie, télex, téléphone ou courrier électronique) des Etats-Unis ou par l'intermédiaire des services d'une bourse de valeurs des Etats-Unis. En conséquence, aucun exemplaire ou copie du présent document, et aucun autre document relatif au présent document ou à l'Offre, ne pourra être envoyé par courrier, ni communiqué et diffusé par un intermédiaire ou toute autre personne aux Etats-Unis de quelque manière que ce soit. Aucun actionnaire de la Société ne pourra apporter ses actions à l'Offre s'il n'est pas en mesure de déclarer (i) qu'il n'est pas une « *US Person* », (ii) qu'il n'a pas reçu aux Etats-Unis de copie du présent document ou de tout autre document relatif à l'Offre, et qu'il n'a pas envoyé de tels documents aux Etats-Unis, (iii) qu'il n'a pas utilisé, directement ou indirectement, les services postaux, les moyens de télécommunications ou autres instruments de commerce ou les services d'une bourse de valeurs des Etats-Unis en relation avec l'Offre, (iv) qu'il n'était pas sur le territoire des Etats-Unis lorsqu'il a accepté les termes de l'Offre, ou transmis son ordre d'apport de titres, et (v) qu'il n'est ni agent ni mandataire agissant pour un mandant autre qu'un mandant lui ayant communiqué ses instructions en dehors des Etats-Unis. Les intermédiaires habilités ne pourront pas accepter les ordres d'apport de titres qui n'auront pas été effectués en conformité avec les dispositions ci-dessus à l'exception de toute autorisation ou instruction contraire de ou pour le compte de l'Initiateur, à la discrétion de ce dernier. Toute acceptation de l'Offre dont on pourrait supposer qu'elle résulterait d'une violation de ces restrictions serait réputée nulle.

Le présent document ne constitue ni une offre d'achat ou de vente ni une sollicitation d'un ordre d'achat ou de vente de valeurs mobilières aux Etats-Unis et n'a pas été soumis à la *Securities and Exchange Commission* des Etats-Unis.

Pour les besoins des deux paragraphes précédents, on entend par Etats-Unis, les Etats-Unis d'Amérique, leurs territoires et possessions, ou l'un quelconque de ces Etats et le District de Columbia.

2.12 Régime fiscal de l'Offre

En l'état actuel de la législation française, le régime fiscal applicable aux actionnaires de la Société qui céderont leurs actions SFR Group dans le cadre de l'Offre est décrit ci-après.

L'attention des actionnaires de la Société qui participeront à l'Offre est néanmoins attirée sur le fait que les informations contenues ci-après ne constituent qu'un simple résumé du régime fiscal en vigueur en France au regard de l'impôt sur le revenu et de l'impôt sur les sociétés et n'ont pas vocation à constituer une analyse complète de l'ensemble des conséquences fiscales susceptibles de s'appliquer aux porteurs d'actions SFR Group. Les actionnaires de la Société sont donc invités à étudier leur situation particulière avec leur conseiller fiscal habituel.

Ce résumé est exclusivement fondé sur les lois et réglementations actuellement en vigueur en France. Il est ainsi émis sous réserve de tout changement dans ces lois et réglementations (assortis, le cas échéant, d'un effet rétroactif), ainsi que dans leurs interprétations administratives et jurisprudentielles, qui interviendrait postérieurement à la publication de ce résumé.

Les actionnaires personnes physiques ou morales non-résidentes qui ne sont pas résidents français doivent en outre se conformer à la législation fiscale en vigueur dans leur État de résidence, en tenant compte, le cas échéant, de l'application de la convention fiscale internationale conclue entre la France et cet État.

2.12.1 *Actionnaires personnes physiques résidents fiscaux de France agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et ne réalisant pas d'opérations de bourse à titre habituel*

Les personnes physiques qui réalisent des opérations de bourse dans des conditions analogues à celles qui caractérisent une activité exercée par une personne se livrant à titre professionnel à ce type d'opérations ou qui ont inscrit leurs actions SFR Group à l'actif de leur bilan commercial sont invitées à s'assurer du traitement fiscal susceptible de leur être applicable auprès de leur conseiller fiscal habituel.

2.12.1.1 Régime fiscal de droit commun

Impôt sur le revenu des personnes physiques

Conformément aux dispositions des articles 150-0 A et suivants, 158, 6 bis et 200 A, 2, du Code général des impôts (le « **CGI** ») applicables notamment aux cessions de valeurs mobilières et de droits sociaux, les gains nets de cession des actions de la Société réalisées par les personnes physiques soumises aux dispositions de la présente section sont, sauf exception, prises en compte pour la détermination de leur revenu net global et soumises au barème progressif de l'impôt sur le revenu.

Ces gains nets de cession sont déterminés par la différence entre, d'une part, (i) le prix de cession offert dans le cadre de l'Offre, net des frais et taxes acquittés par le cédant à l'occasion de la cession et, d'autre part, (ii) le prix de revient fiscal des actions de la Société chez le cédant, étant toutefois précisé que les plus-values peuvent être réduites d'un abattement pour durée de détention prévu à l'article 150-0 D du CGI, égal à :

- 50% de leur montant lorsque les actions sont détenues depuis au moins deux ans et moins de huit ans à la date de la cession dans le cadre de l'Offre ;
- 65% de leur montant lorsque les actions sont détenues depuis au moins huit ans à la date de la cession dans le cadre de l'Offre.

Pour l'application de cet abattement, la durée de détention est, sauf cas particuliers, décomptée à partir de la date de souscription ou d'acquisition des actions.

Les personnes disposant de moins-values nettes reportables ou réalisant une moins-value lors de la cession des actions dans le cadre de l'Offre sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel pour étudier les conditions d'utilisation de ces moins-values.

L'apport des actions à l'Offre est susceptible d'avoir pour effet de mettre fin à un éventuel report ou sursis d'imposition dont auraient pu bénéficier les actionnaires dans le cadre d'opérations antérieures à raison des mêmes actions apportées à l'Offre.

Prélèvements sociaux

Les gains nets de cession des actions de la Société sont également soumis, avant application de l'abattement pour durée de détention énoncée ci-dessus, aux prélèvements sociaux à un taux global de 15,5% qui se décompose comme suit :

- 8,2% au titre de la contribution sociale généralisée (la « **CSG** ») ;
- 0,5% au titre de la contribution pour le remboursement de la dette sociale (la « **CRDS** ») ;
- 4,5% au titre du prélèvement social ;
- 0,3% au titre de la contribution additionnelle au prélèvement social ;
- 2,0% au titre du prélèvement de solidarité.

Hormis la CSG, déductible à hauteur de 5,1% du revenu global imposable de l'année de son paiement, ces prélèvements sociaux ne sont pas déductibles du revenu imposable.

Contribution exceptionnelle sur les hauts revenus

L'article 223 *sexies* du CGI institue à la charge des contribuables passibles de l'impôt sur le revenu une contribution exceptionnelle sur les hauts revenus applicable lorsque le revenu fiscal de référence du contribuable excède certaines limites.

Cette contribution est calculée en appliquant un taux de :

- 3% à la fraction du revenu fiscal de référence supérieure à 250.000 euros et inférieure ou égale à 500.000 euros pour les contribuables célibataires, veufs, séparés ou divorcés et à la fraction supérieure à 500.000 euros et inférieure ou égale à 1.000.000 euros pour les contribuables soumis à imposition commune ;
- 4% à la fraction du revenu fiscal de référence supérieure à 500.000 euros pour les contribuables célibataires, veufs, séparés ou divorcés et à la fraction supérieure à 1.000.000 euros pour les contribuables soumis à imposition commune.

Le revenu fiscal de référence du foyer fiscal auquel il est fait mention ci-dessus est défini conformément aux dispositions du 1° du IV de l'article 1417 du CGI, sans qu'il soit fait application des règles de quotient définies à l'article 163-0 A du CGI. Le revenu de référence visé comprend notamment les gains nets de cession de valeurs mobilières réalisés par les contribuables concernés, avant application de l'abattement pour durée de détention.

2.12.1.2 Personnes physiques résidentes fiscales en France détenant des actions de la Société dans un plan d'épargne en actions (« PEA »)

Les actions de la Société constituent des actifs éligibles au PEA. Les personnes qui détiennent des actions de la Société dans le cadre d'un PEA pourront participer à l'Offre.

Sous certaines conditions, le PEA ouvre droit :

- pendant la durée du PEA, à une exonération totale ou partielle d'impôt sur le revenu et de prélèvements sociaux à raison des produits et des plus-values de cession générés par les placements effectués dans le cadre du PEA, à condition notamment que ces produits et ces plus-values demeurent investis dans le PEA ; et
- au moment de la clôture du PEA (si elle intervient plus de cinq ans après la date d'ouverture du PEA) ou lors d'un retrait partiel des fonds du PEA (s'il intervient plus de huit ans après la date d'ouverture du PEA), à une exonération d'impôt sur le revenu à raison du gain net réalisé depuis l'ouverture du plan. Ce gain net demeure cependant soumis aux prélèvements sociaux décrits ci-avant, à un taux global susceptible de varier selon la date à laquelle ce gain a été acquis ou constaté.

Des dispositions particulières, non décrites dans le cadre du présent document, sont applicables en cas de réalisation de moins-values, de clôture du plan avant l'expiration de la cinquième année qui suit l'ouverture du PEA, ou en cas de sortie du PEA sous forme de rente viagère. Les personnes concernées sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel.

2.12.2 Personnes morales assujetties en France à l'impôt sur les sociétés dans les conditions de droit commun

Le traitement fiscal décrit ci-dessous s'applique uniquement aux personnes morales qui sont assujetties en France à l'impôt sur les sociétés et qui détiennent des actions de la Société qui ne sont pas rattachées à un établissement stable ou une base fixe dans un autre Etat.

2.12.2.1 Régime fiscal de droit commun

Les plus-values réalisées à l'occasion de l'apport des actions de la Société à l'Offre sont en principe comprises dans le résultat soumis à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun de 33,1/3% majoré, le cas échéant, de la contribution sociale de 3,3% assise sur le montant de l'impôt sur les sociétés, après application d'un abattement qui ne peut excéder 763.000 euros par période de douze mois (article 235 ter ZC du CGI).

Cependant, les sociétés dont le chiffre d'affaires (hors taxes) est inférieur à 7.630.000 euros, et dont le capital social, entièrement libéré, a été détenu de façon continue à hauteur d'au moins 75% pendant l'exercice social en question par des personnes physiques ou par des sociétés remplissant elles-mêmes ces conditions, bénéficient d'un taux réduit d'impôt sur les sociétés de 15%, dans la limite d'un bénéfice imposable de 38.120 euros pour une période de douze mois. Ces sociétés sont également exonérées de la contribution sociale de 3,3%.

Par ailleurs, la loi de finances pour 2017 prévoit également une diminution progressive du taux de l'impôt sur les sociétés pour les exercices ouverts à compter du 1^{er} janvier 2017, dans un premier temps applicable à une fraction des bénéfices des PME pour le ramener à 28% pour l'ensemble des entreprises pour les exercices ouverts à compter du 1^{er} janvier 2020. Entre 2017 et 2020, les conditions d'application de la réduction dépendent à la fois du niveau du chiffre d'affaires et du niveau de bénéfice imposable de la société. Les contribuables sont invités à se rapprocher de leur conseiller fiscal pour déterminer le taux qui leur est applicable.

Les moins-values réalisées lors de la cession des actions de la Société dans le cadre de l'Offre viendront en déduction des résultats imposables à l'impôt sur les sociétés de la personne morale.

Il est en outre précisé que l'apport des actions de la Société à l'Offre est susceptible d'avoir pour effet de mettre fin à un éventuel report ou sursis d'imposition dont auraient pu bénéficier les actionnaires personnes morales dans le cadre d'opérations antérieures.

2.12.2.2 Régime spécial des plus-values à long terme

Conformément aux dispositions de l'article 219, I-a *quinquies* du CGI, les plus-values nettes réalisées à l'occasion de la cession d'actions pouvant entrer dans la catégorie fiscale et comptable des titres de participation et détenues depuis au moins deux ans sont exonérées d'impôt sur les sociétés moyennant la réintégration, dans les résultats imposables à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun majoré le cas échéant de la contribution sociale mentionnée ci-avant, d'une quote-part de frais et charges égale à 12% du montant brut des plus-values réalisées.

Constituent des titres de participation pour l'application de l'article 219 I-a *quinquies* du CGI (a) les actions revêtant ce caractère sur le plan comptable, (b) les actions acquises en exécution d'une offre publique d'achat ou d'échange par l'entreprise qui en est l'initiatrice, ainsi que (c) les titres ouvrant droit au régime fiscal des sociétés mères (tel que défini aux articles 145 et 216 du CGI) si ces titres sont inscrits en comptabilité au compte de titres de participation ou à une subdivision spéciale d'un autre compte du bilan correspondant à leur qualification comptable, à l'exception des titres de sociétés à prépondérance immobilière au sens de l'article 219, I-a *sexies-0 bis* du CGI et des titres de sociétés établies dans un Etat ou territoire non coopératif au sens de l'article 238-0 A du CGI.

En principe, les moins-values à long terme ne sont pas déductibles du résultat imposable et ne peuvent faire l'objet d'un report en avant. Les conditions d'utilisation des moins-values à long terme obéissent à des règles spécifiques et les contribuables sont invités à se rapprocher de leur conseil fiscal habituel.

2.12.3 Actionnaires non-résidents fiscaux de France

Sous réserve des dispositions des conventions fiscales internationales éventuellement applicables, les plus-values réalisées à l'occasion de cessions d'actions de la Société par des personnes qui ne sont pas fiscalement domiciliées en France au sens de l'article 4 B du CGI, ou dont le siège social est situé hors de France, sont généralement exonérées d'impôt en France, sous réserve (i) que ces plus-values ne soient pas rattachables à un établissement stable ou une base fixe soumis à l'impôt en France, (ii) que les droits détenus, directement ou indirectement, par le cédant avec son conjoint, leurs ascendants ou leurs descendants, dans les bénéfices sociaux de la société dont les titres sont cédés n'aient pas, à un moment quelconque au cours des cinq années précédant la cession, dépassé ensemble 25% de ces bénéfices (articles 244 *bis* B et C du CGI), (iii) que les titres cédés n'aient pas été acquis en vertu de dispositifs d'intéressement des employés et mandataires sociaux (par exemple, un plan d'option de souscription d'actions, un plan d'actions de performance ou un plan d'acquisition d'actions) et (iv) que le cédant ne soit pas domicilié, établi ou constitué dans un Etat ou territoire non-coopératif au sens de l'article 238-0 A du CGI.

Sous réserve des conventions fiscales applicables, la plus-value de cession desdites actions sera le cas échéant imposable en France au taux forfaitaire de 75%, et ce quel que soit le pourcentage des droits détenus par le cédant, lorsque ce dernier est domicilié, établi ou constitué hors de France dans un Etat ou territoire non coopératif au sens de l'article 238-0 A du CGI. La liste des Etats ou territoires non-coopératifs est publiée par arrêté ministériel et mise à jour annuellement.

La cession des actions dans le cadre de l'Offre aura pour effet de mettre fin au sursis de paiement dont auraient pu bénéficier les personnes physiques soumises au dispositif d'« *exit tax* » prévu par les dispositions de l'article 167 *bis* du CGI lors du transfert de leur domicile fiscal hors de France. Les personnes concernées sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel.

En tout état de cause, les actionnaires non-résidents fiscaux français sont invités à étudier leur situation fiscale particulière avec leur conseil fiscal habituel afin notamment de prendre en considération le régime d'imposition applicable dans leur pays de résidence fiscale.

2.12.4 Autres actionnaires

Les actionnaires de la Société participant à l'Offre et soumis à un régime d'imposition autre que ceux visés ci-dessus, notamment les contribuables dont les opérations portant sur des valeurs mobilières

dépassent la simple gestion de portefeuille ou qui ont inscrit leurs titres à l'actif de leur bilan commercial, sont invités à étudier leur situation fiscale particulière avec leur conseiller fiscal habituel.

3. ELEMENTS CONCERNANT LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

3.1 Structure et répartition du capital de la Société

A la date du présent document, le capital social de la Société s'élève à 443.644.560 euros, divisé en 443.644.560 actions d'une valeur nominale de 1 euro chacune, entièrement libérées, toutes de même catégorie, et le nombre de droits de vote théoriques s'établit à 447.779.958.

A la connaissance de la Société, selon les dernières informations sur les franchissements de seuils communiquées et les déclarations d'opérations en période de préoffre, le capital et les droits de vote de la Société sont répartis comme suit :

Actionnaires	Situation en capital		Situation en droits de vote théoriques	
	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% de droits de vote
Altice N.V. ⁽¹⁾	41.334.978	9,32%	41.334.978	9,23%
Altice France S.A. ⁽²⁾	383.806.099	86,51%	387.691.121	86,58%
Altice France bis S.à.r.l. ⁽³⁾	162.500	0,04%	162.500	0,04%
Total groupe Altice	425.303.577	95,87%	429.188.599	95,85%
Contrat de liquidité ⁽⁴⁾	47.023	0,01%	47.023	0,01%
Public	18.293.960	4,12%	18.544.336	4,14%
TOTAL	443.644.560	100%	447.779.958	100%

(1) Contrôlée par M. Patrick Drahi.

(2) Détendue à 100% par Altice Luxembourg S.A., société détenue à 100% par Altice Group Lux S.à.r.l., elle-même contrôlée à 100% par Altice N.V.

(3) Détendue à 100% par Altice France S.A.

(4) Contrat de liquidité conclu début 2014 avec Exane BNP Paribas, dont l'exécution a été suspendue le 10 août 2017 à la suite de l'annonce de l'Offre. Ce contrat sera résilié à l'issue du Retrait Obligatoire.

La Société a par ailleurs attribué un total de 1.986.685 Options, dont le détail figure en section 2.3.1 ci-dessus.

La Société n'a pas émis d'autres titres de capital, ni aucun instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société.

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

Obligation de déclaration en matière de franchissements de seuils

Conformément à l'article L. 233-7, III. du Code de commerce, l'article 15 des statuts de la Société prévoit que tant que les actions de la Société sont admises aux négociations sur un marché réglementé, outre les déclarations de franchissement de seuils expressément prévues par les dispositions législatives et réglementaires en vigueur, toute personne physique ou morale qui vient à posséder :

- directement ou indirectement par l'intermédiaire de sociétés qu'elle contrôle au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce,
- seule ou de concert, au sens de l'article L. 233-10 du Code de commerce,

une fraction du capital ou des droits de vote, calculée conformément aux dispositions des articles L. 233-7 et L. 233-9 du Code de commerce et aux dispositions du RGAMF, égale ou supérieure :

- à 0,5% du capital social ou des droits de vote, ou

- à tout multiple de ce pourcentage,

doit informer la Société du nombre total :

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

par lettre recommandée avec demande d'avis de réception dans le délai de quatre jours de bourse à compter du franchissement de seuil concerné.

Les dispositions du paragraphe VI bis de l'article L. 233-7 du Code de commerce et du RGAMF s'appliquent *mutatis mutandis* aux seuils visés au présent paragraphe.

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

Les sanctions prévues par la loi en cas d'inobservation de l'obligation de déclaration de franchissement des seuils légaux ne s'appliqueront aux seuils statutaires que sur demande, consignée dans le procès-verbal de l'assemblée générale, d'un ou de plusieurs actionnaires détenant au moins 2% du capital ou des droits de vote de la Société.

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

Transfert d'actions

Aucune clause des statuts n'a pour effet de restreindre les transferts d'actions de la Société.

3.3 Clauses de conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société (article L. 233-11 du Code de commerce)

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

3.4 Participations directes ou indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opérations sur titres

A la connaissance de la Société, selon les dernières informations sur les franchissements de seuils communiquées et les déclarations d'opérations en période de préoffre, les actionnaires de la Société détenant plus de 2% de son capital et/ou de ses droits de vote sont indiqués dans le tableau figurant à la section 3.1 ci-avant.

3.5 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci

L'article 12 des statuts de la Société prévoit qu'il est institué un droit de vote double au profit des actions entièrement libérées pour lesquelles il est justifié d'une inscription nominative pendant une durée consécutive de deux ans minimum au nom d'un même actionnaire.

Le droit de vote double attaché à l'action est perdu en cas de conversion au porteur ou de transfert en propriété desdites actions, conformément et sous réserve des exceptions prévues à l'article L. 225-124 du Code de commerce.

3.6 Mécanisme de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel

Néant.

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

Néant.

3.8 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la Société

Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration

Conformément à l'article 16 des statuts de la Société, la Société est administrée par un conseil d'administration composé d'entre trois et dix-huit membres, sous réserve des dérogations prévues par la loi.

En cours de vie sociale, les administrateurs sont nommés, renouvelés ou révoqués dans les conditions prévues par les dispositions législatives et réglementaires en vigueur et les statuts de la Société.

La durée des fonctions d'administrateur est de trois ans. Le conseil d'administration est renouvelé chaque année par roulement périodique. Les administrateurs sont rééligibles. Ils peuvent être révoqués à tout moment par l'assemblée générale ordinaire.

Les administrateurs ne doivent pas être âgés de plus de 78 ans au jour de leur nomination et sont soumis aux dispositions législatives et réglementaires applicables en matière de cumul des mandats. Le nombre des administrateurs ayant dépassé l'âge de 78 ans ne peut être supérieur au tiers des administrateurs en fonctions. Lorsque cette limite est dépassée, l'administrateur le plus âgé est réputé démissionnaire d'office à l'issue de la prochaine assemblée générale ordinaire.

Chaque membre du conseil d'administration doit être propriétaire d'au moins 100 actions pendant toute la durée de son mandat et en tout état de cause au plus tard dans les six mois suivant sa nomination.

Règles applicables à la modification des statuts

Les règles applicables à la modification des statuts de la Société sont celles prévues par la loi.

3.9 Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres

Le conseil d'administration de la Société détermine et apprécie les orientations, objectifs et performances de la Société et veille à leur mise en œuvre. Sous réserve des pouvoirs expressément attribués aux assemblées d'actionnaires et dans la limite de l'objet social, il se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la Société et règle par ses délibérations les affaires qui la concernent. Il procède enfin aux contrôles et vérifications qu'il juge opportuns et peut se faire communiquer les documents qu'il estime utiles à l'accomplissement de sa mission.

Conformément à l'article 3.2 du règlement intérieur du conseil d'administration, le conseil d'administration donne également son approbation préalable aux décisions suivantes relatives à la Société et à ses filiales :

- a) adoption et modification éventuelle du budget annuel du groupe SFR incluant notamment les investissements et les désinvestissements ainsi que le plan de financement y afférent ;

- b) adoption et modification éventuelle du plan d'affaires du groupe SFR ;
- c) nomination, révocation et rémunération (et modification de la rémunération) du Président, du Directeur Général, du ou des directeur(s) général(aux) délégué(s) de la Société et cooptation des membres du conseil d'administration ;
- d) convocation et ajournement des assemblées générales d'actionnaires de la Société et adoption des projets de résolutions et des rapports à présenter auxdites assemblées ;
- e) arrêté des comptes annuels (sociaux et consolidés) et du rapport annuel de gestion de la Société, affectation des résultats et tout changement de méthodes comptables ne résultant pas directement d'une modification législative ou réglementaire ;
- f) octroi de cautions, avals ou garanties (au sens de l'article L. 225-35 du Code de commerce) par la Société ou une de ses filiales, d'un montant unitaire supérieur à deux cent millions d'euros (en dehors des garanties et cautionnements autorisés dans le cadre du budget annuel ou du plan d'affaires), étant précisé que le conseil d'administration donnera chaque année au Directeur Général tous pouvoirs relativement à l'octroi de cautions, avals ou garanties d'un montant unitaire inférieur à deux cent millions d'euros, conformément à l'article R. 225-28 du Code de commerce, dans la limite d'un montant global de cinq cent millions d'euros ;
- g) conclusion par la Société ou l'une de ses filiales de tout accord transactionnel (relatif à un litige né ou à naître) dont l'enjeu excède cent millions d'euros ;
- h) toute conclusion par la Société ou l'une de ses filiales de cession, d'acquisition, d'investissement ou de désinvestissement (sous quelque forme que ce soit y compris notamment dans le cadre d'un échange, d'un apport, d'une prise de participation, d'une création et/ou dissolution de filiale, d'un partenariat, d'une joint venture, d'une transmission universelle du patrimoine, d'une acquisition ou cession d'*indefeasable rights of use, etc.*) représentant un montant d'investissement ou de désinvestissement, selon le cas, supérieur à deux cent millions d'euros (ce test étant effectué, le cas échéant, en valeur d'entreprise) ainsi que toute modification substantielle des caractéristiques essentielles de ces opérations de cession, acquisition, investissement ou désinvestissement ;
- i) toute distribution de dividendes ;
- j) toute réduction de capital, tout programme de rachat d'actions ou toute opération assimilée ;
- k) conclusion de nouveaux emprunts ou émission d'instruments de dette, dès lors que le total des emprunts ou dettes financières supplémentaires contractés par la Société et ses filiales par rapport au budget annuel ou au plan d'affaires initialement validé excède un seuil cumulé de cinq cent millions d'euros ;
- l) mise en place de tout plan d'options de souscription ou d'achat d'actions, de tout plan d'actionnariat des salariés et mandataires sociaux, d'intéressement, de participation, de plan d'épargne d'entreprise, de plan d'épargne groupe et de toute modification significative de tels plans ou programmes, à l'exception de ce qui résulterait d'une obligation légale (et à moins que ladite opération n'ait été approuvée dans le cadre de l'approbation du budget annuel ou du plan d'affaires) ;
- m) toute opération de fusion, de scission ou d'apport partiel d'actifs (ou toute opération analogue) concernant la Société ;
- n) toute augmentation du capital social de la Société ainsi que toute émission de titres ou de droits donnant accès au capital social de la Société ;
- o) toute modification des statuts de la Société ;

- p) conclusion, modification, résiliation ou renouvellement par la Société d'une convention soumise à la procédure prévue par les articles L. 225-38 et suivants du Code de commerce, à l'exception des conventions portant sur des opérations courantes et conclues à des conditions normales et des conventions entre la Société et ses filiales relevant de l'article L. 225-39 du Code de commerce.

A la date du présent document, le conseil d'administration bénéficie enfin de délégations accordées par l'assemblée générale des actionnaires en matière d'émission ou de rachat de titres, dont le détail est repris ci-après :

AG / résolution	Nature des autorisations	Limite d'émission	Durée de l'autorisation
AG du 31/05/2017 16 ^{ème} résolution	Autorisation à l'effet d'opérer sur les actions de la Société	10% du capital social <u>Montant</u> : prix maximum de rachat de 100 euros par action dans la limite de 2,5 milliards d'euros	18 mois
AG du 31/05/2017 17 ^{ème} résolution	Augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription (DPS) – Emission de toutes valeurs mobilières	250 millions d'euros ⁽¹⁾ <u>Montant levé (si titres de créance)</u> ⁽¹⁾ : 3 milliards d'euros	26 mois
AG du 31/05/2017 18 ^{ème} résolution	Augmentation de capital avec suppression du DPS – Offre au public	110 millions d'euros ⁽¹⁾⁽²⁾ <u>Montant levé (si titres de créance)</u> ⁽¹⁾ : 3 milliards d'euros	26 mois
AG du 31/05/2017 19 ^{ème} résolution	Augmentation de capital avec suppression du DPS – Placement privé (décote 5%)	20% du capital social 110 millions d'euros ⁽¹⁾⁽²⁾ <u>Montant levé (si titres de créance)</u> ⁽¹⁾ : 3 milliards d'euros	26 mois
AG du 31/05/2017 20 ^{ème} résolution	Augmentation de capital avec suppression du DPS – Limite 10% (décote 20%)	110 millions d'euros ⁽¹⁾⁽²⁾ 10% du capital social ⁽¹⁾⁽²⁾	26 mois
AG du 31/05/2017 21 ^{ème} résolution	Augmentation du nombre de titres en cas d'augmentation de capital avec ou sans droit préférentiel (<i>Green Shoe</i>)	15% de l'émission initiale	26 mois
AG du 31/05/2017 22 ^{ème} résolution	Augmentation de capital en rémunération d'apports en nature	10% du capital social ⁽¹⁾⁽²⁾	26 mois
AG du 31/05/2017 23 ^{ème} résolution	Augmentation de capital par incorporation de primes, réserves, bénéfices ou autres	1 milliard d'euros (montant nominal)	26 mois
AG du 31/05/2017 24 ^{ème} résolution	Emissions réservées aux adhérents de plans d'épargne entreprise avec suppression du DPS	10 millions d'euros ⁽¹⁾ (montant nominal)	26 mois
AG du 31/05/2017 25 ^{ème} résolution	Attribution d'options de souscription ou d'achat d'actions	1,5% du capital social ⁽¹⁾⁽³⁾	26 mois
AG du 31/05/2017 26 ^{ème} résolution	Attribution gratuite d'actions existantes ou à émettre avec suppression du DPS	0,5% du capital social ⁽¹⁾⁽⁴⁾	26 mois

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

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

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

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

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

L'Offre n'entraîne aucun changement de contrôle de la Société.

3.11 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration, les salariés ou les dirigeants de la Société, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

Aucun accord avec la Société ne prévoit d'indemnité en cas de départ de ses administrateurs.

Il en est de même pour les dirigeants de la Société (à savoir M. Michel Combes, Président-Directeur général de la Société et M. Alain Weill, directeur général délégué), à l'exception de M. Michel Paulin, directeur général délégué, pour lequel le versement d'une indemnité de départ est réservé aux cas de départ contraint lié à un changement de contrôle ou de stratégie (sauf faute grave ou lourde commise lors de l'exercice des fonctions). Le montant de l'indemnité de départ de Monsieur Paulin est fixé à six mois de rémunération (fixe et variable) laquelle ne sera versée, en outre, que si les critères de performance de la composante variable de sa rémunération ont été atteints au cours des deux exercices précédents celui au cours duquel aurait lieu le départ de M. Michel Paulin. Il est précisé que, comme indiqué dans un communiqué de presse de SFR Group en date du 11 septembre 2017, M. Michel Paulin a décidé de quitter ses fonctions pour des raisons personnelles.

4. ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX DE L'OFFRE

Les éléments d'appréciation ci-dessous ont été préparés par BNP Paribas et J.P. Morgan, banques présentatrices de l'Offre pour le compte de l'Initiateur. Ces éléments ont été établis sur la base d'une analyse multicritères selon les principales méthodes usuelles d'évaluation, et se fondent sur (i) les informations publiques disponibles sur SFR Group, (ii) des projections financières d'analystes couvrant la Société et fournies par l'Initiateur (le « **Consensus d'Analystes** »), (iii) le plan à 5 ans de la Société sur la période 2017-2021 (le « **Plan d'Affaires** »), et (iv) des informations complémentaires communiquées lors d'échanges avec le management de SFR Group et d'Altice N.V.. Les états financiers du premier semestre 2017 publiés par SFR Group le 10 août 2017 ont également été pris en compte. Les éléments d'appréciation sont présentés en date du 1^{er} septembre 2017, soit le dernier jour de négociation précédant le dépôt de l'Offre. Les cours de référence retenus sont les cours de clôture du 9 août 2017, dernier jour de négociation avant l'annonce par l'Initiateur de son intention de déposer l'Offre.

Il n'entraîne pas dans la mission des banques présentatrices de vérifier ces informations ni de vérifier ou d'évaluer les actifs et les passifs de SFR Group.

4.1 Synthèse – détermination du prix de l'Offre

Le prix offert par l'Initiateur s'élève à 34,50 euros par action SFR Group.

Sur la base des travaux d'évaluation présentés ci-dessous, le prix de l'Offre fait apparaître les primes suivantes :

Critères	Valeur des capitaux propres par action (EUR)	Prime / (décote) offerte par action (%)
Actualisation des flux de trésorerie futurs disponibles		
Valeur - Consensus d'analystes	22,8	51,3%
Valeur - Impact du projet de fibrage*	23,9	44,3%
Valeur - Impact du taux d'imposition**	27,4	25,9%
Valeur - Plan d'Affaires	24,2	42,8%
Valeur - Impact du projet de fibrage*	25,3	36,5%
Valeur - Impact du taux d'imposition**	28,9	19,3%
Comparables boursiers - au 09/08/2017		
2017e EBITDA - Consensus d'Analystes	18,6	86,0%
2017e EBITDA - Plan d'Affaires	17,1	102,1%
2017e EBITDA-Capex - Consensus d'Analystes	9,2	273,2%
2017e EBITDA-Capex - Plan d'Affaires	4,8	617,1%
2018e EBITDA - Consensus d'Analystes	21,8	58,1%
2018e EBITDA - Plan d'Affaires	20,9	65,2%
2018e EBITDA-Capex - Consensus d'Analystes	21,6	59,9%
2018e EBITDA-Capex - Plan d'Affaires	15,0	129,9%
Cours cibles des analystes - au 09/08/2017		
Cours cibles des analystes - Médiane	30,5	13,1%
Cours de bourse - au 09/08/2017		
Cours de clôture au 09/08/2017	31,5	9,7%
Moyenne pondérée par les volumes 1 mois	31,0	11,2%
Moyenne pondérée par les volumes 60 jours	31,2	10,6%
Moyenne pondérée par les volumes 3 mois	31,2	10,6%
Moyenne pondérée par les volumes 6 mois	30,4	13,6%
Moyenne pondérée par les volumes 12 mois	27,5	25,4%
Référence aux prix de transactions récentes sur le capital de SFR Group par Altice		
Valeur minimum	23,4	47,4%
Valeur moyenne pondérée par les volumes	30,6	12,7%
Valeur maximum	34,5	0,1%
ANC - au 30/06/2017		
ANC - au 30/06/2017	7,1	385,0%

* En prenant en compte le projet de fibrage décrit au paragraphe 4.3.1.3 ci-dessous.

** En appliquant un taux d'imposition de 28,92% pour les années 2020e-2026e ainsi que pour le calcul de la valeur terminale, comme décrit aux paragraphes 4.3.1.1 et 4.3.1.2 ci-dessous.

4.2 Données financières servant de base à l'évaluation

4.2.1 *Agrégats de référence*

L'analyse s'appuie sur les états financiers consolidés du premier semestre 2017, sur le Consensus d'Analystes, le Plan d'Affaires, ainsi que sur des échanges avec le management de SFR Group et d'Altice N.V. sur les éléments précités.

Les états financiers du premier semestre 2017 ont été publiés par SFR Group le 10 août 2017. Le Consensus d'Analystes retenu a été établi sur la base des prévisions fournies par les rapports de recherche publiés après l'annonce des résultats du premier trimestre 2017 de SFR Group et avant le 9 août 2017,

dernier jour de négociation avant l'annonce par l'Initiateur de son intention de déposer l'Offre, en retenant l'ensemble des rapports de recherche publiés¹². Ce Consensus d'Analystes a été fourni par Altice N.V..

L'analyse se fonde sur les périmètres de SFR Group au 30 juin 2017, c'est-à-dire excluant les possibles acquisitions ou cessions ultérieures au 30 juin 2017.

Le groupe auquel appartient l'Initiateur disposant d'ores et déjà du contrôle sur SFR Group (au travers d'une participation représentant 95,87% du capital et 95,85% des droits de vote), l'Offre ne permettra pas de réaliser de synergies opérationnelles additionnelles entre le groupe Altice et SFR Group. Par conséquent, il n'y a pas eu lieu de prendre en compte une création de valeur éventuelle liée à des synergies dans l'appréciation du prix de l'Offre.

Consensus des projections SFR Group :

Sur la période 2017e-2020e le consensus des analystes prévoit notamment :

- Une croissance du chiffre d'affaires à un taux moyen annuel d'environ 0,8% ;
- Une marge d'EBITDA comprise entre 34,2% et 38,1% ;
- Des dépenses d'investissements (Capex) qui représentent entre 17,7% et 20,6% du chiffre d'affaires.

Plan d'Affaires SFR Group :

Le Plan d'Affaires SFR Group a été utilisé sur la période 2017e-2021e. Celui-ci a été construit en suivant une approche descendante (« *Top-down approach* ») et ne diffère pas significativement du Consensus d'Analystes sur les hypothèses listées ci-avant.

4.2.2 Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

Les ajustements présentés ci-dessous pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres sont basés sur (i) le dernier rapport financier au 30 juin 2017 communiqué par la Société, (ii) certaines informations fournies par SFR Group.

Le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres pour SFR Group comprend les éléments suivants :

Au 30/06/2017	en MEUR
Dette / (trésorerie) financière nette ¹	15 824
Intérêts minoritaires ²	(43)
Titres mis en équivalence	(50)
Provisions et coûts de restructuration ³	1 065
Autres éléments assimilables à de la dette ⁴	1 417
Total des ajustements	18 213

Source : Société au 30/06/2017

1 Inclut la valeur comptable des dettes financières et de la trésorerie financière nette au 30 juin 2017.

2 Inclut la valeur comptable des intérêts minoritaires.

3 Inclut la valeur comptable des provisions courantes et non-courantes après impôts (taux de 34,43%) ainsi que l'actualisation des coûts de restructuration anticipés dans le groupe.

4 Inclut des éléments de reverse factoring, de titrisation assimilable à de la dette et des engagements liés à l'achat de fréquence 700MHz (actualisés), le tout net des actifs financiers (déficits reportables actualisés, actifs net des activités destinées à être cédées et autres actifs financiers).

¹² Les prévisions établies par Arete, Barclays, Berenberg, Bank of America Merrill Lynch, Bryan Garnier, Citi, Crédit Suisse, Deutsche Bank, Exane BNP Paribas, Goldman Sachs, HSBC, ING, J.P. Morgan, Jefferies, Kepler Cheuvreux, Morgan Stanley, Natixis, New Street, Northern Trust, Oddo, Pivotal, Raymond James, RBC et Redburn ont été retenues pour les projections de SFR Group.

4.2.3 Nombre d'actions totalement dilué

Comme indiqué dans le tableau ci-dessous, le nombre d'actions retenu dans le cadre des travaux d'appréciation du prix de l'Offre correspond pour SFR Group au nombre d'actions en circulation au 31 août 2017 augmenté des actions susceptibles d'être émises par l'exercice d'options calculées selon la « *treasury stock method* » et diminué du nombre d'actions auto-détenues.

Au 31/08/2017	en millions
Nombre total d'actions émises	443,6
Actions auto-détenues	(0,0)
Impact des éléments dilutifs	0,9
Nombre d'actions retenu	444,5

Source : Société au 31/08/2017

4.3 Méthodes retenues pour l'appréciation des termes de l'Offre

Le prix de l'Offre a été apprécié au regard d'une approche multicritères reposant sur les méthodes suivantes :

- **Approche par l'actualisation des flux de trésorerie futurs disponibles.** La méthode de l'actualisation des flux nets de trésorerie (« **DCF** ») consiste à déterminer la valeur de l'actif économique de la société par actualisation des flux de trésorerie disponibles. Elle revient à modéliser et actualiser l'ensemble des flux de trésorerie bénéficiant aux actionnaires et aux créanciers. Elle permet d'appréhender la valeur fondamentale d'un actif et permet de prendre en compte les perspectives attendues d'amélioration du profil opérationnel et financier sur le moyen / long terme.
- **Approche par les comparables boursiers sur la base des agrégats les plus communément utilisés dans le secteur :** Valeur d'Entreprise / (EBITDA-Capex) 2017 et 2018, et Valeur d'Entreprise / EBITDA 2017 et 2018 (*Note : EBITDA : « Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation » ; Capex : dépenses d'investissement*). La méthode des comparables boursiers consiste à appliquer aux agrégats financiers d'une société les multiples observés sur des sociétés cotées comparables en termes d'activité, de marchés et de taille. Cette méthode a été retenue compte tenu de l'existence d'un nombre suffisant de comparables à SFR Group. Cependant l'existence d'un certain nombre de différences au niveau des modèles d'activité, des positionnements, de la taille et surtout des géographies concernées limitent partiellement la portée de l'exercice ;
- **Approche par les cours cibles des analystes :** cette méthode est retenue compte tenu d'un nombre élevé de cours cibles recommandés pour SFR Group ;
- **Approche par les cours de bourse historiques :** cours de clôture, moyenne pondérées 1 mois, 60 jours, 3 mois, 6 mois et 12 mois ;
- **Approche par référence aux prix de transactions récentes sur le capital de SFR Group par Altice N.V. :** cette approche consiste, dans le cadre de l'Offre, à retenir comme référence la contre-valeur en euros payée par Altice N.V. lors de l'échange d'actions Altice N.V. contre des actions SFR Group au cours des douze derniers mois.
- **Approche par l'Actif Net Comptable (ANC) :** cette méthode se fonde sur le montant des capitaux propres comptables par action. Elle n'est pas pertinente pour évaluer une société se situant dans une optique de continuité d'exploitation et elle ne prend en compte ni les capacités bénéficiaires, ni les perspectives de croissance de la société.

Les méthodes retenues ont été mises en œuvre au 1^{er} septembre 2017, dernier jour de négociation précédant le dépôt de l'Offre.¹³

¹³ A l'exception des cours de référence de clôture qui ont été retenus au 9 août 2017, dernier jour de négociation avant l'annonce par l'Initiateur de son intention de déposer l'Offre.

4.3.1 Actualisation des flux de trésorerie futurs

4.3.1.1 Consensus des projections SFR Group

La méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs disponibles est basée sur les consensus de SFR Group sur la période 2017e-2020e qui a été extrapolé pour les années 2021e-2026e :

- Modélisation des flux de trésorerie disponibles avant frais financiers :
 - les projections 2017e-2020e de revenus, d'EBITDA et de dépenses d'investissement sont basées sur le Consensus d'Analystes (voir paragraphe 4.2.1 ci-dessus) ;
 - les données pour 2021e-2026e résultent d'une extrapolation linéaire entre les projections 2020e et les données normatives (cf. ci-dessous) ;
 - le taux d'imposition effectif retenu sur l'horizon explicite est de 34,43% ;
 - les projections de variation du besoin en fonds de roulement sont basées sur la sélection des notes d'analystes financiers pour 2017e et 2018e, puis maintenues stables à une valeur nulle sur l'horizon explicite (hypothèse rendue plausible par le profil d'encaissement de créances des activités grand public).
- Ces flux sont actualisés au coût moyen pondéré du capital, conformément à la convention d'actualisation des flux à mi-année.

La valeur terminale est déterminée à partir d'un flux de trésorerie normatif estimé comme suit :

- un taux de croissance à l'infini de 1,25% ;
- une marge d'EBITDA normative en ligne avec la marge d'EBITDA de 38,1% sur la dernière année du consensus (i.e. exercice 2020e) ;
- un taux d'imposition normatif de 34,43% ;
- des dépenses d'investissement représentant 17,7% du chiffre d'affaires en ligne avec les estimations des analystes à long terme ;
- un besoin en fonds de roulement stable ;
- des dotations aux amortissements en ligne avec le niveau des dépenses d'investissement normatives.

Le CMPC retenu est de 6,75%.

La valeur terminale ainsi que les flux de trésorerie disponibles avant frais financiers ont été actualisés au 30 juin 2017.

La valeur centrale obtenue est de 22,8 euros par action SFR Group.

Les analyses de sensibilités suivantes ont été réalisées :

- Sur la base d'un taux de marge d'EBITDA normatif variant entre 37,5% et 40,0% et d'un ratio des dépenses d'investissement en pourcentage du chiffre d'affaires normatif variant entre 17,0% et 19,0%, la méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie disponibles aboutit à une valeur par action de SFR Group comprise entre 19,3 euros et 27,8 euros ;

- Sur la base d'un taux de croissance à l'infini variant entre 1,0% et 1,5% et d'un CMPC variant entre 6,5% et 7,0%, la méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie disponibles aboutit à une valeur par action de SFR Group comprise entre 18,3 euros et 28,2 euros ;
- Une analyse de sensibilité de la valeur par action de SFR Group en fonction du taux d'imposition a été réalisée en appliquant un taux de 28,92% pour les années 2020e-2026e ainsi que pour le calcul de la valeur terminale, comme envisagé dans le projet de loi de finances pour 2017. Ceci entraîne une hausse de la valeur par action de 4,6 euros. Il est toutefois apparu plus pertinent de ne retenir que les effets des réformes approuvées dans la détermination de la valeur centrale ci-dessus.

4.3.1.2 Plan d'Affaires SFR Group

Une approche identique a été appliquée au Plan d'Affaires. La valeur centrale obtenue est de 24,2 euros par action SFR Group.

Les analyses de sensibilités suivantes ont été réalisées :

- Sur la base des taux de marge d'EBITDA normatif et des ratios de dépenses d'investissement en pourcentage du chiffre d'affaires normatif ressortant du Plan d'Affaires, la méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie disponibles aboutit à une valeur par action de SFR Group comprise entre 20,0 euros et 28,7 euros ;
- Sur la base d'un taux de croissance à l'infini variant entre 1,0% et 1,5% et d'un CMPC variant entre 6,5% et 7,0%, la méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie disponibles aboutit à une valeur par action de SFR Group comprise entre 19,5 euros et 29,7 euros ;
- Une analyse de sensibilité de la valeur par action de SFR Group en fonction du taux d'imposition a été réalisée en appliquant un taux de 28,92% pour les années 2020e-2026e ainsi que pour le calcul de la valeur terminale, comme envisagé dans le projet de loi de finances pour 2017. Ceci entraîne une hausse de la valeur par action de 4,8 euros. Il est toutefois apparu plus pertinent de ne retenir que les effets des réformes approuvées dans la détermination de la valeur centrale ci-dessus.

4.3.1.3 Incidence de la création d'Altice Infrastructures sur l'évaluation des titres de SFR Group

Le projet d'investissement porté par Altice Infrastructures qui consisterait à déployer la fibre sur l'intégralité du territoire français (voir paragraphe 1.3.1, c) ci-dessus) a été valorisé sur la base d'un plan d'affaires spécifique fourni par SFR Group en utilisant des hypothèses normatives identiques à celles appliquées pour valoriser les flux de trésorerie futurs de SFR Group. L'impact potentiel sur la valeur par action de SFR Group est de 1,1 euro à la hausse.

La création d'Altice Infrastructures reste toutefois au stade de projet.

4.3.2 Multiples de sociétés cotées comparables

Cette approche consiste à appliquer aux agrégats de SFR Group les multiples observés sur un échantillon de sociétés cotées comparables pour les années 2017 et 2018.

Les agrégats retenus pour SFR Group (EBITDA et EBITDA – Capex) proviennent du Consensus d'Analystes et du Plan d'Affaires présentés précédemment.

L'activité SFR Group concerne la fourniture de produits et services dans l'univers des télécommunications à haut et très haut débit fixe et mobile, des médias et des contenus.

L'échantillon d'entreprises retenues regroupe des acteurs avec des caractéristiques similaires et qui sont exposés aux mêmes marchés que ceux de SFR Group.

L'échantillon d'entreprises retenues pour valoriser SFR Group est :

- **KPN** : entreprise néerlandaise spécialisée dans la téléphonie et l'internet fixe et mobile mais aussi fournisseur de contenu multimédia. La société a généré en 2016 des revenus de 6,8 milliards d'euros avec 35,7% de marge d'EBITDA. Les revenus de 2016 proviennent de la vente aux particuliers pour 46,1%, de la vente aux entreprises pour 33,8% et d'autres services pour 20,0% ;
- **Nos** : entreprise portugaise spécialisée dans la téléphonie et l'internet fixe et mobile mais aussi fournisseur de contenu multimédia. La société a généré en 2016 des revenus de 1,5 milliards d'euros avec 36,7% de marge d'EBITDA. Les revenus de 2016 proviennent du segment télécommunications pour 92,3% et de l'audiovisuel pour 7,7% ;
- **Orange** : entreprise française spécialisée dans la téléphonie et l'internet fixe et mobile. La société a généré en 2016 des revenus de 40,9 milliards d'euros avec 28,6% de marge d'EBITDA. Les revenus de 2016 proviennent de la téléphonie mobile pour 45,6%, de la téléphonie fixe pour 33,3% et d'autres services pour 21,1% ;
- **Proximus** : entreprise belge spécialisée dans la téléphonie et l'internet fixe et mobile mais aussi fournisseur de contenu multimédia. La société a généré en 2016 des revenus de 5,8 milliards d'euros avec 29,7% de marge d'EBITDA. Les revenus de 2016 proviennent de la vente aux particuliers pour 49,5%, de la vente aux entreprises pour 23,2% et d'autres services pour 27,2% ;
- **TDC** : entreprise danoise spécialisée dans les solutions de connectivité intégrées. La société a généré en 2016 des revenus de 21,0 milliards de couronnes danoises avec 40,4% de marge d'EBITDA. Les revenus de 2016 proviennent de la téléphonie mobile pour 21,6%, de la téléphonie fixe pour 9,3% et d'autres services pour 69,1% ;
- **Telenet Group Holding** : entreprise belge spécialisée dans la téléphonie fixe et mobile mais aussi fournisseur de contenu audiovisuel. La société a généré en 2016 des revenus de 2,4 milliards d'euros avec 45,1% de marge d'EBITDA. Les revenus de 2016 proviennent de la téléphonie mobile pour 23,2%, de la téléphonie fixe pour 56,9% et d'autres services pour 19,9% ;
- **Vodafone** : entreprise britannique spécialisée dans la téléphonie et l'internet fixe et mobile. La société a généré au 31 mars 2017 des revenus de 47,6 milliards d'euros avec 29,7% de marge d'EBITDA. Les revenus de 2017 proviennent de la vente aux particuliers pour 58,7%, de la vente aux entreprises pour 27,1% et d'autres services pour 14,3%.

Tableau récapitulatif des sociétés comparables à SFR Group (au 9 août 2017) :

Société	TCAM du CA*	Marge EBITDA		Multiples d'EBITDA		Multiples d'EBITDA-Capex	
		2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e
KPN	(2,0%)	36,5%	37,3%	7,8x	7,7x	14,7x	14,0x
Nos	2,7%	37,2%	37,9%	6,9x	6,6x	20,2x	17,2x
Orange	0,4%	30,5%	31,1%	6,1x	5,9x	14,3x	13,4x
Proximus	(0,1%)	30,9%	31,6%	7,0x	6,8x	15,8x	15,2x
TDC	(1,1%)	40,3%	40,9%	7,1x	7,0x	14,6x	14,0x
Telenet	3,0%	47,9%	51,5%	9,7x	8,8x	17,1x	15,3x
Vodafone	2,7%	30,2%	30,9%	6,7x	6,4x	13,7x	12,5x
Moyenne	0,8%	36,2%	37,3%	7,3x	7,0x	15,8x	14,5x
Médiane	0,4%	36,5%	37,3%	7,0x	6,8x	14,7x	14,0x

* Taux de croissance annuel moyen (« TCAM ») du chiffre d'affaires.

Source : Factset, Sociétés

4.3.3 Approche par les cours cibles des analystes

SFR Group est couvert par 24¹⁴ analystes financiers de manière régulière.

Ces analystes financiers publient périodiquement des recommandations et des valorisations indicatives sur SFR Group.

Le tableau ci-dessous présente les derniers objectifs de cours de ces analystes, après la publication des résultats financiers du premier trimestre 2017, et avant annonce de l'Offre :

Analystes	Date	Cours cible (EUR)
Credit Suisse	03/08/17	30,0
Goldman Sachs	02/08/17	33,0
Exane BNP Paribas	02/08/17	28,0
BofAML	01/08/17	31,0
Bryan Garnier & Cie	01/08/17	29,2
RBC Capital Markets	31/07/17	35,0
Barclays	31/07/17	24,0
AlphaValue	28/07/17	34,8
Societe Generale	28/07/17	62,0
Kepler Cheuvreux	28/07/17	26,0
New Street Research	28/07/17	30,0
Natixis	28/07/17	28,0
Jefferies	27/07/17	25,0
Morgan Stanley	24/07/17	33,2
Redburn	24/07/17	30,0
Citi	20/07/17	31,0
Berenberg	19/07/17	25,8
J.P. Morgan	17/07/17	34,0
Deutsche Bank	30/06/17	33,0
Arete Research	26/06/17	35,0
CM Research	01/06/17	32,9
Pivotal	22/05/17	28,0
Moyenne des cours cibles		31,8
Médiane des cours cibles		30,5

Source : Analystes

4.3.4 Approche par les cours de bourse historiques

Les actions SFR Group sont admises aux négociations sur Euronext Paris (code ISIN : FR0011594233).

Les cours de référence retenus sont les cours de clôture du 9 août 2017, dernier jour de négociation avant l'annonce par l'Initiateur de son intention de déposer l'Offre.

Les volumes quotidiens échangés (incluant les transactions hors cote) s'établissent à environ 0,3 millions de titres en moyenne pour SFR Group sur les douze mois précédant l'annonce de l'Offre, ce qui correspond à une rotation journalière de 1,5% du flottant sur la même période.

Au 9 août 2017, la capitalisation boursière de SFR Group était de 13,9 milliards d'euros.

¹⁴ Les cours cibles d'HSBC et Oddo ont été exclus du périmètre, ces derniers n'ayant pas publié de cours cible après la publication des résultats financiers du premier trimestre 2017 de SFR Group. ING, Northern Trust et Raymond James n'ayant pas publié de cours cible récemment, ces derniers ont aussi été exclus du périmètre.

Le tableau ci-dessous présente les primes offertes, s'échelonnant entre 9,7% et 25,4%, déterminées sur la base du cours de clôture de l'action SFR Group au 9 août 2017 (dernier jour de bourse avant l'annonce) et des moyennes des prix pondérés par les volumes correspondant à différents horizons : 1 mois, 60 jours, 3 mois, 6 mois et 12 mois.

Au 09/08/2017	Cours de bourse (€)	Prime offerte par action (%)	Volume moyen échangé	
			Milliers	% du flottant
Cours de référence de l'action	31,5	9,7%	389	1,8%
Moyenne 1 mois pondérée par les volumes	31,0	11,2%	276	1,2%
Moyenne 60 jours pondérée par les volumes	31,2	10,6%	441	2,0%
Moyenne 3 mois pondérée par les volumes	31,2	10,6%	450	2,0%
Moyenne 6 mois pondérée par les volumes	30,4	13,6%	330	1,5%
Moyenne 12 mois pondérée par les volumes	27,5	25,4%	339	1,5%
Minimum du cours sur 12 mois	22,1	55,8%		
Maximum du cours sur 12 mois	32,7	5,6%		

Source : Factset

4.3.5 Approche par référence aux prix de transactions récentes sur le capital de SFR Group par Altice N.V.

Cette méthode consiste à analyser les échanges d'actions Altice N.V. effectués par Altice N.V. contre des titres SFR Group détenus par certains actionnaires sur les douze derniers mois. Pour chaque transaction, nous avons retenu la contre-valeur en euros par action des titres échangés par Altice N.V. à la date de transaction.

Depuis les douze derniers mois, 81 334 978 actions SFR Group ont ainsi été échangées contre 124 178 821 actions Altice N.V.

La contre-valeur minimale induite par ces échanges s'élève à 23,40 euros par action SFR Group, et la valeur maximale à 34,48 euros par action SFR Group. La moyenne pondérée par les volumes des contre-valeurs induites par ces transactions s'élève à 30,61 euros par action SFR Group.

4.3.6 Actif net comptable

La valeur comptable des fonds propres rend compte des apports en nature et en numéraire des actionnaires, ainsi que de l'accumulation historique des résultats de la société, et non de ses perspectives futures. Cette mesure n'est, à ce titre, pas pertinente.

Sur la base des états financiers de SFR Group, au 30 juin 2017, l'actif net comptable est de 3 162 M€ soit 7,11 euros par action.

L'actif net comptable de SFR Group n'intègre pas la valeur économique de l'entreprise, mais seulement sa valeur historique et n'est donc pas à même de traduire l'intégralité du potentiel de valeur future de SFR Group.

Le prix d'Offre fait ressortir une prime de 385,0% par rapport au prix par action induit par cette méthode.

4.4 Méthodes écartées

4.4.1 Multiples des transactions précédentes

Cette méthode consiste à déterminer la valeur d'une société en appliquant à ses derniers agrégats financiers les multiples observés au cours de transactions précédentes impliquant des sociétés ayant des activités comparables. Cette méthode est généralement utilisée pour des transactions majoritaires qui reflètent une prime payée pour le contrôle de la cible et les synergies associées. Elle n'est donc pas pertinente dans le cas présent où le groupe Altice détient d'ores et déjà le contrôle de SFR Group.

4.4.2 *Actif net réévalué*

La méthode de l'actif net réévalué est surtout pertinente dans le cas de holdings diversifiées ou de sociétés détentrices de nombreux actifs – notamment immobiliers ou non utiles à l'exploitation – susceptibles de voir leur valeur historique inscrite au bilan très en-deçà ou au-delà de leur valeur de réalisation économique immédiate. Cette méthode présente également un intérêt dans le cadre d'une approche liquidative, après prise en compte des coûts de liquidation. Cette méthode n'est par conséquent pas appropriée pour une appréciation des termes de l'Offre.

4.4.3 *Actualisation des flux de dividendes*

Cette méthode consiste à valoriser directement les fonds propres d'une société en actualisant, au coût des fonds propres, les flux prévisionnels de dividendes versés à ses actionnaires. Cette méthode n'a pas été retenue compte tenu du manque de visibilité entourant la politique future de distribution des dividendes aux actionnaires.

4.5 Commentaires additionnels concernant les allégations du fonds CIAM

Comme évoqué à la section 1.3.1, b) ci-dessus, il a été rapporté que le 16 juin 2017 le fonds d'investissement CIAM aurait déposé une plainte pénale devant le tribunal de grande instance de Paris concernant (i) l'abandon de la marque SFR, (ii) le paiement intégral par SFR Group d'une amende de 80 millions d'euros et (iii) la conclusion d'un nouveau contrat de bail pour le siège de la société SFR Group. Le groupe Altice considère que ces accusations sont infondées. Comme indiqué dans l'analyse ci-dessous, elles n'ont en tout état de cause pas d'impact significatif sur (i) la valorisation de la Société et (ii) les éléments d'appréciation du prix de l'Offre.

4.5.1 *Abandon de la marque SFR*

Les agrégats de référence présentés à la section 4.2.1 ne prennent en compte aucune redevance qui serait payable par SFR Group au titre de l'utilisation de la marque Altice ni aucun impact négatif lié à cette décision commerciale. Par conséquent, les valorisations effectuées en section 4.3 reflètent la totalité de la valeur de SFR Group.

4.5.2 *Amende infligée par l'Autorité de la concurrence*

Comme expliqué à la section 1.3.1, b) ci-dessus, Altice N.V. considère que l'amende de 80 millions devait être supportée par SFR Group. CIAM conteste cette décision en précisant que celle-ci aurait dû être partagée entre les deux sociétés (40 millions pour chacune). A titre illustratif, l'impact sur les valorisations effectuées en section 4.3 serait d'environ 0,09 EUR par action SFR Group.

4.5.3 *Nouveau contrat de bail relatif au site Quadrans*

Comme indiqué à la section 1.3.1, b) ci-dessus, CIAM reproche la résiliation des baux commerciaux relatifs au Campus Saint-Denis conclus par SFR Group le 4 décembre 2013 et la conclusion de nouveaux contrats de bail relatifs au complexe immobilier Quadrans dans des conditions prétendument défavorables à la Société. Il convient de noter cependant que le montant total des loyers payables par la Société pour le nouveau site Quadrans, qui a vocation à accueillir l'ensemble des équipes présentes sur le site de Saint-Denis, sera plus faible que le loyer du site de Saint-Denis. Par conséquent, cette opération n'a pas d'incidence négative pour la Société et la totalité de la valeur de SFR Group est bien appréhendée en section 4.3.

5. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

En application de l'article 261-1, I. et II. du RGAMF, le cabinet Finexsi a été désigné par le conseil d'administration de SFR Group lors de sa séance du 5 juin 2017 et confirmé le 27 juillet 2017 en qualité d'expert indépendant afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre .

Ce rapport, initialement établi le 1^{er} septembre 2017, a fait l'objet d'une actualisation en date du 18 septembre 2017, et est intégralement reproduit ci-après dans sa version actualisée du 18 septembre 2017.



ATTESTATION D'EQUITE

Offre Publique de Retrait suivie
d'un Retrait Obligatoire initiée par
la société ALTICE FRANCE SA sur
les actions de la société SFR
GROUP

18 septembre 2017



Sommaire

1	Présentation de l'opération	4
1.1.	Sociétés concernées par l'opération	4
1.1.1.	Société initiatrice : Altice France SA	4
1.1.2.	Société cible : SFR Group	5
1.2.	Contexte et termes de l'opération	5
1.2.1.	Contexte et motifs de l'opération	5
1.2.2.	Intentions de l'Initiateur pour les douze prochains mois	6
2	Déclaration d'indépendance	8
3	Diligences effectuées	8
4	Présentation du groupe SFR	10
4.1.	Rappel sur le secteur de la télécommunication	10
4.1.1.	Le marché de la télécommunication	10
4.1.2.	Evolution du marché français de la télécommunication	14
4.2.	Présentation de la Société	17
4.2.1.	Actionnariat de SFR Group	17
4.2.2.	Historique du groupe SFR	18
4.2.3.	Présentation des activités du groupe SFR	18
4.3.	Performances financières de SFR Group et de ses activités	21
4.3.1.	Etats financiers synthétiques de SFR Group	21
4.3.2.	Endettement de la Société	23
4.3.3.	Présentation des indicateurs clés	27
4.4.	Ambition stratégique de SFR	29
4.5.	Matrice SWOT	30
5	Méthodes d'évaluation des actions de la société SFR Group	31
5.1.	Méthodes d'évaluation écartées	31
5.1.1.	L'actif net comptable consolidé	31
5.1.2.	Actif net comptable réévalué	31
5.1.3.	La valeur de rendement	32
5.1.4.	Valeur liquidative	32
5.1.5.	Transactions comparables	32
5.1.6.	La référence à l'Offre Publique d'Echange du 5 septembre 2016	33





5.2. Méthodes d'évaluation retenues.....	34
5.2.1. La référence au cours de bourse de SFR.....	34
5.2.2. Transactions récentes intervenues sur le capital de SFR Group	36
5.2.3. Objectifs de cours des analystes.....	37
5.2.4. Actualisation des flux de trésorerie futurs (ou DCF)	37
5.2.5. Comparables boursiers (à titre secondaire).....	38
6 Mise en œuvre de la valorisation de SFR Group.....	39
6.1. La référence au cours de bourse.....	39
6.2. Transactions récentes intervenues sur le capital de SFR Group.....	42
6.3. Objectif de cours des analystes.....	42
6.4. Actualisation des flux futurs de trésorerie.....	43
6.5. Comparables boursiers (à titre secondaire).....	51
7 Eléments de passage à la valeur des fonds propres	55
7.1. Dette financière nette	55
7.2. Nombre de titres de référence retenu.....	57
8 Analyses de sensibilité et aléas	58
9 Accords connexes	59
10 Appréciation du prix établi par les établissements présentateurs.....	60
10.1. Choix des critères d'évaluation.....	60
10.2. Mise en œuvre des différents critères	61
10.2.1. Données financières.....	61
10.2.2. Analyse du cours de bourse de la Société.....	61
10.2.3. Flux de trésorerie actualisés	62
10.2.4. Transactions récentes sur le capital de la Société.....	63
10.2.5. Objectifs de cours des analystes.....	63
10.2.6. Multiples observés sur les sociétés cotées comparables	64
10.2.7. Valeur issue de l'actif net consolidé	64
10.2.8. Traitement des éléments rendus publics par l'actionnaire CIAM / CIMA contestant certains actes d'Altice en qualité d'actionnaire de SFR, comme des aléas pouvant impacter favorablement la situation financière de SFR.....	65
11 Synthèse de la valorisation de la société SFR Group et appréciation du caractère équitable du prix d'Offre	66
Annexe unique.....	68





Dans le cadre du projet d'Offre Publique de Retrait suivi d'un Retrait Obligatoire (OPR-RO) (ci-après « l'Offre »), initié par ALTICE FRANCE SA, (ci-après « la Société Initiatrice » ou « l'Initiateur »), sur la totalité des actions de SFR GROUP (ci-après « SFR » ou « la Société ») non détenues par le groupe ALTICE, soit au maximum 4,13%¹ du capital de la Société, nous avons été chargés, en qualité d'expert indépendant désigné par le Conseil d'Administration de SFR GROUP, d'apprécier le caractère équitable des conditions financières de l'Offre.

Notre nomination par le Conseil d'Administration de SFR GROUP du 5 juin 2017, confirmée en date du 27 juillet 2017, a été effectuée sur le fondement de l'article 261-1 du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers (« AMF »).

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents publics, et les informations qui nous ont été transmises par SFR. Ces documents ont été considérés comme exacts et exhaustifs, et n'ont pas fait l'objet de vérification particulière. Nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous avons seulement vérifié la vraisemblance et la cohérence. Cette mission n'a pas consisté à procéder à un audit des états financiers, des contrats, des litiges, et de tout autre document qui nous ont été communiqués.

Le rapport que nous avons établi, et ses conclusions ont été présentés lors du Conseil d'Administration du 1^{er} septembre 2017. Il a fait l'objet de compléments d'informations, et de certaines modifications de forme depuis cette date, lesquelles ne remettent en cause ni sa substance, ni les conclusions alors présentées ; le présent rapport complet remplaçant celui précédemment émis.

1 Présentation de l'opération

1.1. Sociétés concernées par l'opération

1.1.1. Société initiatrice : ALTICE FRANCE SA

L'Initiateur de l'Offre est la société ALTICE FRANCE S.A., société anonyme de droit luxembourgeois, dont le siège social est situé au 5 rue Eugène Ruppert, L-2453 Luxembourg, immatriculée au Registre du Commerce des Sociétés du Luxembourg, sous le numéro B 135.296.

ALTICE FRANCE S.A. est une filiale indirecte à 100% de la société ALTICE N.V., société anonyme de droit néerlandais, et structure faîtière du groupe ALTICE, cotée sur Euronext Amsterdam. Le groupe ALTICE est spécialisé dans la fourniture de services télécoms et de contenus médias, tant sur réseaux fixes que mobiles. Le Groupe est notamment présent en Europe de l'Ouest, aux Etats-Unis, et dans les Antilles françaises.

¹ Comme indiqué dans le projet de note d'information déposé le 4 septembre 2017



Le groupe ALTICE fournit, tant aux entreprises qu'au grand public, des services de télécommunication incluant, (i) la télévision payante haute définition, l'accès Internet haut-débit et la téléphonie fixe via un réseau fixe ultra haut-débit, ainsi que des services de téléphonie mobile, et (ii) l'accès à des contenus exclusifs, des chaînes premium, ou à un kiosque regroupant plus de cinquante titres de presse.

Le Groupe a pour ambition de devenir un acteur convergent, tant sur le plan des télécommunications (fixe et mobile) que sur le plan des contenus mis à disposition de ses abonnés.

1.1.2. Société cible : SFR GROUP

La cible de l'Offre est la société SFR GROUP, société anonyme, dont le siège social est situé au 1 square Béla Bartok à Paris, immatriculée au Registre du Commerce des Sociétés de Paris, sous le numéro 794 661 470.

SFR GROUP est le deuxième opérateur de télécommunications en France, et dispose de positions d'envergure sur tous les segments du marché français des télécommunications grand public, entreprises, collectivités, et marché de gros.

Déclinant la stratégie du groupe ALTICE sur le territoire français, SFR propose des services similaires de télécommunication et fourniture de contenus sous forme de presse, chaînes de télévision exclusives, ou contenus exclusifs.

SFR GROUP ambitionne de devenir à l'échelle nationale, le nouveau leader, en proposant une gamme complète d'accès Internet, de téléphonie fixe, mobile, et de services audiovisuels.

1.2. Contexte et termes de l'opération

Les informations suivantes concernant les motifs de l'opération sont issues du projet de note d'information conjointe en date du 4 septembre 2017 établie par l'initiateur, à laquelle il convient de se référer.

1.2.1. Contexte et motifs de l'opération

« La société Altice France S.A. est une sous-filiale détenue à 100% par Altice N.V., la structure faîtière du groupe Altice cotée sur Euronext Amsterdam (ATC & ATCB).

Fondé en 2001 par Patrick Drahi, le groupe Altice est spécialisé dans la fourniture de services télécoms et de contenus médias, sur les réseaux de communication fixes (câble, fibre ou DSL) et sur les réseaux de communication mobiles. Le groupe Altice est un groupe international, présent en Europe de l'Ouest (SFR Group en France, Portugal Telecom au Portugal, Green.ch en Suisse), aux Etats-Unis (Altice USA), en Israël (HOT), dans les Antilles françaises et en Guyane (Only-SFR), dans l'Océan Indien (SRR-SFR à Mayotte et La Réunion) ainsi qu'en République Dominicaine (Altice Hispaniola et Tricom). [...]



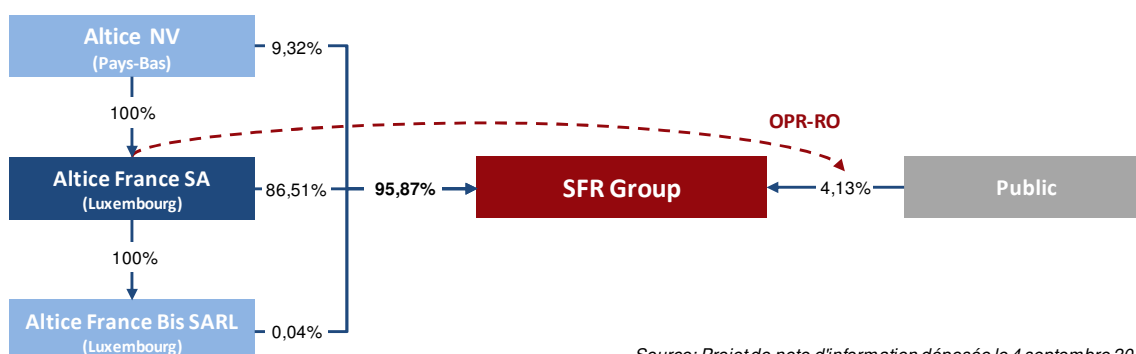


L'un des axes stratégiques du groupe Altice consiste à développer une convergence entre ses activités dans le domaine des télécommunications et celles exercées dans le domaine de la production ou de l'acquisition de contenus (droits sportifs, production cinématographique, programmation télévisuelle, presse, etc.). La recherche de cette convergence se traduit naturellement par une politique d'intégration de ses différentes filiales et d'homogénéisation de leurs méthodes de gestion.

C'est dans ce contexte que la présente Offre est déposée, afin de parfaire l'intégration de SFR Group dans le groupe Altice. »

L'opération consiste en une Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire initiée par la société ALTICE FRANCE SA sur l'intégralité des titres SFR GROUP non détenus par l'Initiateur et les sociétés de son groupe.

L'opération peut être schématisée comme suit :



Source: Projet de note d'information déposée le 4 septembre 2017

1.2.2. Intentions de l'Initiateur pour les douze prochains mois

« L'Offre est réalisée dans le but d'acquérir 100% de SFR Group, pour l'intégrer de manière plus complète au sein du groupe Altice. La mise en œuvre du Retrait Obligatoire permettra à SFR Group de se libérer de ses obligations réglementaires et administratives liées à l'admission aux négociations de ses actions sur Euronext Paris et, dès lors, réduire les coûts qui y sont associés.

Les actionnaires minoritaires de SFR Group obtiendront une liquidité immédiate et intégrale de leurs actions SFR Group.

L'objectif général de l'Initiateur est de poursuivre la stratégie industrielle, commerciale et financière du groupe Altice et de la décliner au niveau de SFR Group afin de renforcer sa position sur le marché français des télécommunications et des médias.





Modèle Altice

Le 5 septembre 2016, Altice N.V. a annoncé son intention de renforcer sa stratégie industrielle et opérationnelle par la mise en place d'une démarche commune identifiée sous le nom d'Altice Way (Modèle Altice), qui a pour objectif, en s'appuyant sur une filiale dédiée, de renforcer de façon coordonnée les capacités opérationnelles et techniques clefs du groupe Altice pour le bénéfice de chacune de ses filiales opérationnelles afin qu'elles redéployent leurs ressources, améliorent leur efficacité opérationnelle et favorisent l'innovation.

Cette approche englobe du savoir-faire, de la méthodologie, des bonnes pratiques et des services développés par des équipes de spécialistes travaillant dans des filiales d'Altice N.V., avec pour objectif de simplifier les organisations, rationaliser les processus de décision et redéployer les ressources physiques, techniques et financières vers les investissements dans le réseau et le service client, permettant ainsi aux filiales opérationnelles de se concentrer sur l'amélioration du réseau et l'expérience client. Altice N.V. met en œuvre cette approche en se concentrant sur un certain nombre de principes clefs incluant la construction, la modernisation et l'amélioration de la qualité des réseaux haut-débits afin d'assurer leur fiabilité et leur adaptabilité.

La création d'une marque commerciale mondiale : « Altice »

Dans le cadre de la poursuite de sa stratégie globale de groupe intégré, le groupe Altice a annoncé son intention de développer une marque unique, Altice, traduisant le caractère résolument international et numérique de ses activités tout en renforçant la réalité multi-locale de son activité.

Cette nouvelle étape a pour objectif d'unifier et renforcer le groupe Altice en vue de partager désormais un seul modèle opérationnel ainsi qu'une stratégie unique de convergence des secteurs des télécommunications, des contenus, des médias et de la publicité. A travers la création d'une marque unique, le groupe Altice se propose ainsi d'atteindre son objectif de création d'un groupe intégré.

Cette nouvelle identité commune à l'ensemble des filiales du groupe Altice va également bénéficier à SFR Group, en l'identifiant comme une société faisant partie d'un groupe industriel et commercial pourvoyeur de solutions innovantes pour ses clients à travers le monde. A l'heure où les consommateurs sont entourés de marques mondiales et où l'univers digital ne peut vivre qu'avec des marques globales, la nouvelle marque unique, support privilégié de la stratégie du groupe, contribuera au développement à long terme de SFR Group.

En conséquence, le nom, la marque et le logo Altice remplaceront les marques existantes au sein de chacune des filiales, en ce compris SFR Group, pour laquelle le présent projet d'Offre constitue la dernière étape en vue d'une convergence totale entre la Société et le groupe Altice. Il est prévu que toutes les marques commerciales achèveront leur processus de transition d'ici la fin du second trimestre 2018.

Le développement du projet « Fibrer la France »

Altice N.V. et SFR Group ont annoncé leur décision de fibrer l'ensemble du territoire français sans solliciter l'aide financière de l'Etat. Au terme de ce projet d'investissement, Altice N.V. et SFR Group ont l'intention de fibrer 80% du territoire national en 2022 et 100% d'ici 2025.





Ce projet va se traduire par la création d'une société de déploiement, Altice Infrastructures, dont l'objet sera de déployer la fibre sur l'intégralité du territoire français. Cette société, entièrement financée, aura la charge de déployer ce réseau, qui sera également ouvert aux autres opérateurs. Ces travaux débuteront au mois de septembre 2017, en vue de pouvoir raccorder en fibre les premiers foyers visés à l'automne 2017. »

2 Déclaration d'indépendance

Le cabinet FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER, ainsi que ses associés,

- sont indépendants au sens de l'article 261-4 du Règlement Général de l'AMF, et sont en mesure à ce titre d'établir la déclaration d'indépendance prévue par ledit article, et ne se trouvent notamment dans aucun des cas de conflit d'intérêts visés à l'article 1 de l'instruction AMF 2006-08 ;
- disposent de façon pérenne des moyens humains, et matériels nécessaires à l'accomplissement de leur mission, ainsi que d'une assurance ou d'une surface financière suffisante en rapport avec les risques éventuels liés à cette mission.

Le cabinet FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER atteste de l'absence de tout lien passé, présent, ou futur connu de lui avec les personnes concernées par l'Offre, et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement dans le cadre de la présente mission.

3 Diligences effectuées

Le détail de nos principales diligences figure en Annexe.

Nos diligences ont principalement consisté à :

- Appréhender le contexte dans lequel se situe l'opération envisagée, ainsi que les modalités de l'Offre ;
- Analyser les risques et opportunités identifiés susceptibles d'affecter la valorisation de la société SFR GROUP ;
- Analyser l'activité et la stratégie du Groupe, son évolution, et ses perspectives de développement, avec le management, selon le processus de prévisions tel qu'il est structuré au sein du Groupe, et de ses organes de gouvernance ;
- Analyser les comptes et le plan d'affaires de la société SFR avec la direction opérationnelle, identifier les hypothèses clés considérées et apprécier leur pertinence ;
- Examiner les diverses notes émises par les analystes financiers qui suivent les valeurs SFR et ALTICE NV, ainsi que le consensus de marché en résultant ;





- Examiner les transactions intervenues précédemment sur le capital de la société SFR, et notamment les acquisitions hors marché par ALTICE NV de blocs d'actions SFR intervenues depuis octobre 2016 jusqu'au dépôt du projet d'Offre ;
- Procéder à des analyses de sensibilité sur les paramètres d'évaluation, mais également sur certains événements aléatoires (« aléas ») ;
- Mettre en œuvre une approche multicritères de valorisation des actions de la Société ;
- Faire une revue critique du rapport d'évaluation préparé conjointement par les établissements présentateurs de l'Offre, JP MORGAN et BNP PARIBAS ;
- Préparer une attestation d'équité exposant nos travaux d'expert indépendant, l'évaluation des actions SFR GROUP et notre opinion sur le caractère équitable du prix offert, y compris en cas de retrait obligatoire.

Dans le cadre de notre mission, nous avons pris connaissance d'un ensemble d'informations comptables et financières (états financiers, communiqués, etc...) publiées par la Société.

Nous avons effectué des diligences sur la documentation juridique mise à disposition, dans la stricte limite et à la seule fin de collecter les informations utiles à notre mission.

Nous nous sommes entretenus à différentes reprises avec le management de la Société, tant pour appréhender le contexte de l'Offre, que pour comprendre la situation financière actuelle, et les perspectives d'activité du Groupe.

Nous avons procédé à l'appréciation des hypothèses économiques sur lesquelles se basent les données prévisionnelles sous-tendant le plan d'affaires à cinq ans de la Société, puis, sur la base de ces prévisions, modélisé les flux de trésorerie afin de mettre en œuvre une approche fondée sur l'actualisation de ces flux.

Concernant les méthodes d'évaluation analogiques (transactionnelles et boursières), nous avons étudié les informations publiques disponibles, ainsi que celles issues de nos bases de données financières.

Nous avons également obtenu une lettre d'affirmation de SFR GROUP et d'ALTICE NV.

Nous avons pris connaissance des travaux des établissements présentateurs tels que présentés dans le rapport d'appréciation du prix d'Offre, et résumés dans le projet de note d'information. Dans ce cadre, nous avons discuté avec leurs représentants.

Enfin, une revue qualité a été effectuée par Monsieur Lucas ROBIN, Associé du cabinet, qui n'est pas intervenu sur le dossier.

4 Présentation du groupe SFR

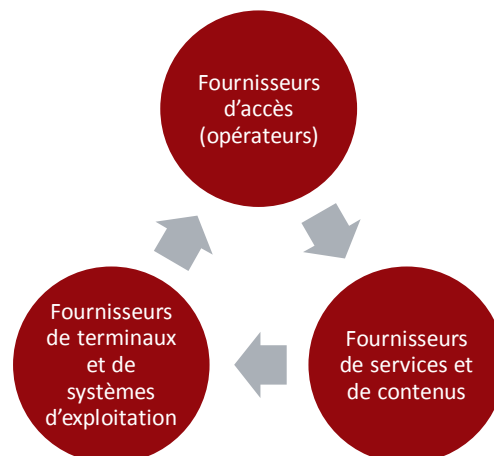
4.1. Rappel sur le secteur de la télécommunication

4.1.1. Le marché de la télécommunication

Au sein du marché de la télécommunication internet et mobile, on distingue 3 principaux types d'acteurs :

- Les fournisseurs d'accès (fixe et mobile), qui sont des entreprises dont les serveurs et les réseaux permettent aux souscripteurs de disposer de services Internet et mobile. Les principaux opérateurs français (SFR, BOUYGUES TELECOM, FREE, ORANGE) sont des fournisseurs d'accès à internet (FAI) et des fournisseurs de prestations mobiles. L'analyse du marché portera principalement sur ce premier groupe ;
- Les fournisseurs de terminaux et de systèmes d'exploitation : dans le cadre des services de télécommunication mobile, ces sociétés conçoivent les composantes « Hardware » (téléphone) et « Software » (Système d'exploitation associés) qui permettent aux souscripteurs de jouir des prestations téléphoniques et internet fournies par les fournisseurs d'accès ;
- Les fournisseurs de services et de contenus, dont la principale activité est la création et/ou la mise à disposition de contenu multimédia (YOUTUBE, NETFLIX, AMAZON...). L'ensemble de ces contenus, du fait de l'intensification de la digitalisation et de l'exigence croissante des consommateurs, doivent rester accessibles sur l'ensemble des supports et réseaux fournis par les fournisseurs d'accès et de terminaux. Actuellement, en France, seul SFR est à la fois fournisseur d'accès et de contenus.

Chaîne de valeur du marché de la télécommunication



Source : Document de référence SFR 2016

Notre analyse du marché se concentrera principalement sur le premier groupe des opérateurs télécoms, et dans une moindre mesure sur les fournisseurs de services et de contenus.



Les opérateurs de télécommunications proposent 4 grands types de services :

- La téléphonie mobile et fixe, marchés relativement stables et matures, du fait notamment des forts taux d'équipements en France et en Europe ;
- L'accès à Internet, qui parvient à maintenir son dynamisme notamment via une amélioration dans la qualité des offres (arrivée de la 4G en 2012 pour les mobiles ou encore de la Fibre pour les abonnements fixes) ;
- Les contenus : en général, les opérateurs ne sont pas pleinement impliqués dans la réalisation de contenu média. Seul SFR est actuellement présent sur ce segment parmi les opérateurs historiques ;
- L'hébergement et la Transmission de données pour les entreprises. Cette activité, bien que minoritaire au sein des opérateurs, reste dynamique du fait de l'augmentation et de la complexification des échanges de données au sein d'une même entreprise.

4.1.1.1 Présentation des principaux acteurs du secteur des télécommunications en France

Au sein des fournisseurs d'accès, différentes catégories d'acteurs sont également présentes.

Panorama des principaux fournisseurs d'accès

Catégorie d'acteur	Activité	Exemple
Détenteurs de licences	Opérateurs de télécommunications ayant obtenu l'autorisation de la part de l'Arcep (Autorité de Régulation des Communications Électroniques et des Postes) de disposer d'un réseau de téléphonie mobile.	ORANGE SFR BOUYGUES TELECOM ILLIAD (FREE)
MVNO <i>Mobile Virtual Network Operators</i>	Les MVNO utilisent les infrastructures de réseau d'un détenteur de licence. Les « Full MVNO » développent leurs propres équipements réseaux, à l'exception de la couverture réseau radio, et peuvent s'appuyer sur plusieurs infrastructures.	EI TELECOM LA POSTE MOBILE CORIOLIS
Opérateurs de télécommunication par satellite	Entreprises disposant d'un réseau satellite assurant des services de télécommunications.	EUTELSAT COMMUNICATIONS
Spécialistes des infrastructures et de l'hébergement	Opérateurs disposant d'infrastructures très haut débit et de centres de stockage de données, fournissant des services associés aux entreprises, aux particuliers et aux autres opérateurs.	TDF COLT OVH
Autres spécialistes	Spécialistes des réseaux IoT ("Internet of things" ou Internet des objets connectés) Spécialistes des Réseaux très haut débit d'intérêt public	SIGFOX, LORA AEGE, ALTITUDE INFRASTRUCTURE, AMBITION, ARLERIA, etc.

Source: Xerfi : Les opérateurs télécoms, Tendances et concurrence, juillet 2016

Ainsi, on distingue pour le marché français, 4 opérateurs historiques, tous détenteurs de licences délivrées par l'ARCEP permettant d'avoir un réseau de téléphonie propre, et par conséquent une qualité de service supérieure.



L'analyse du positionnement présentée ci-dessous montre l'importance pour les acteurs de la télécommunication, d'atteindre une taille critique qui, associée à une forte notoriété et à un ancrage solide, permet à ces acteurs de disposer d'une palette de services complète, aussi bien pour la téléphonie que le mobile.

Positionnement des opérateurs détenteurs de licence

Opérateur	Téléphonie fixe		Téléphonie mobile			Accès Internet			Autres	
	Classique	IP	3G	4G	MVNO	Haut-Débit	Très Haut-Débit	Services pro.	Marché de gros	Réseaux publics
Orange										
SFR Group										
Bouygues Télécom										
Iliad (Free)										

Source: Xerfi, Les opérateurs télécoms, Tendances et concurrence, juillet 2016

4.1.1.2. Présentation détaillée des opérateurs détenteurs de licences

Comme détaillé ci-dessus, 3 autres opérateurs disposent, en plus de SFR, d'accords de licences. Par conséquent, ces entreprises sont les principaux concurrents de la Société sur le marché français :

- **ORANGE** : opérateur historique des télécommunications dans l'Hexagone, ORANGE (ex-FRANCE TELECOM) a perdu sa situation de monopole en France à la suite de l'ouverture à la concurrence en 1998. Malgré tout, ORANGE reste le leader français, et l'un des principaux acteurs européens dans le secteur des télécommunications, avec un chiffre d'affaires de 41 milliards d'euros et 155.000 employés au 31 décembre 2016, dont 96.000 en France. ORANGE est également l'un des leaders mondiaux des services aux entreprises sous la marque ORANGE BUSINESS SERVICES. Le plan quinquennal d'ORANGE baptisé « Conquêtes 2015 » a permis au Groupe d'étendre sa présence internationale. Un nouveau plan stratégique a également été élaboré : « Essentiels2020 », dont l'objectif est d'étendre et d'améliorer la qualité des offres très haut débit. Depuis 1997, ORANGE est coté sur Euronext Paris, et sur le New York Stock Exchange.
- **ILIAD (FREE)** : malgré son arrivée tardive en qualité de détenteur de licence, FREE s'est rapidement imposé comme un acteur majeur sur le marché des télécommunications fixe, et mobile en France, en privilégiant une politique tarifaire agressive, lui permettant de capter rapidement des clients. En 2015, cette stratégie a permis à ILIAD d'attirer 1,8 million de nouveaux abonnés, dont 1,6 million pour son activité mobile. Le Groupe a forgé son succès autour des 4 piliers : (i) des offres simplifiées, (ii) des prix attractifs tout en conservant, (iii) une excellente qualité de service, et (iv) une capacité d'innovation technologique. FREE, s'est imposé progressivement comme le 3^{ème} fournisseur d'accès à internet en France en nombre d'abonnés. Le Groupe se positionne toutefois au 4^{ème} rang en termes de chiffre d'affaires derrière ORANGE, SFR GROUP, et BOUYGUES, en raison d'un ARPU plus faible. Au 31/12/2016, ILIAD a généré un chiffre d'affaires de 4,7 milliards d'euros, et emploie 8.899 salariés.

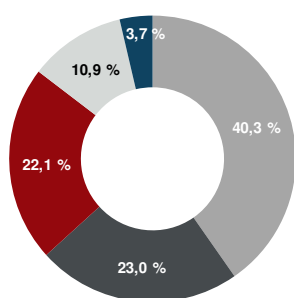


- **BOUYGUES TELECOM** : dernière activité développée par le conglomérat BOUYGUES, BOUYGUES TELECOM devient en 1994 le 3^{ème} opérateur disposant d'accords de licence (après ORANGE et SFR). Il a su s'imposer comme un acteur de référence, en proposant une offre de qualité à des prix attractifs sur les réseaux fixes et mobiles. Au 31/12/2016, BOUYGUES TELECOM a généré un chiffre d'affaires de 4,7 milliards d'euros, et emploie 7 334 salariés. BOUYGUES TELECOM a présenté un nouveau plan stratégique en juin 2014 contenant un projet de transformation profonde de l'organisation, associé à un repositionnement du Groupe. Ce plan prévoyant, notamment « d'affronter » FREE sur le marché du low-cost, s'articule autour de trois axes, (i) la poursuite des investissements au sein des réseaux mobile, (ii) le développement de nouvelles offres à des prix plus agressifs, et (iii) le renforcement de la qualité du réseau. En juin 2015, le groupe Bouygues, a repoussé une offre de rachat formulée par ALTICE (SFR), et estimée à 10 Mds€. En février 2016, des discussions portant sur l'acquisition de BOUYGUES TELECOM par ORANGE, ont été annoncées au marché, provoquant une forte hausse des cours de bourse des opérateurs téléphoniques français. Ces discussions n'ont pas abouti, et ont été terminées en avril 2016.

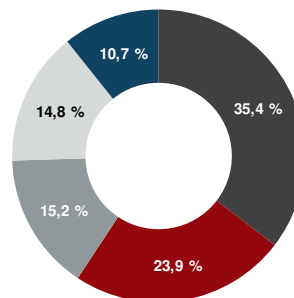
L'évolution du marché, comme l'évolution des parts de marchés des opérateurs historiques sur leurs différents segments, sera détaillée ci-après :

Part de marché des principaux opérateurs télécoms en France en 2016

Téléphonie fixe et Internet



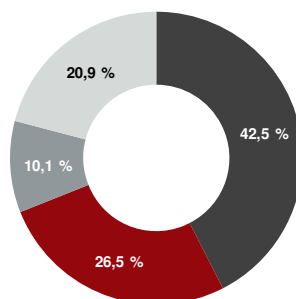
Téléphonie mobile



■ Orange ■ Free ■ SFR ■ Bouygues Telecom ■ Autres

■ Orange ■ SFR ■ Bouygues Telecom ■ Free ■ MVNO

Parts de marché - Haut et très haut débit



■ Orange ■ SFR ■ Bouygues Telecom ■ Free

Source: Document de référence Orange 2016



ORANGE, en raison de son rapprochement avec l'opérateur historique FRANCE TELECOM dans les années 2000, dispose naturellement des parts de marché les plus importantes sur le marché français en 2016.

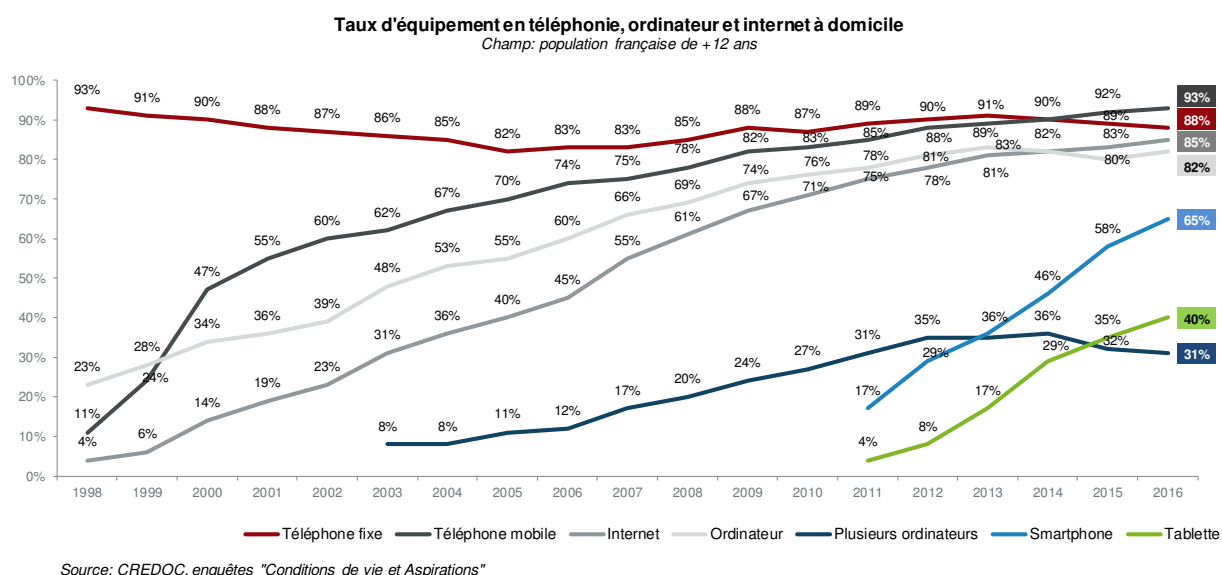
En nombre de clients, SFR est respectivement le 3^{ème} opérateur en fixe, et le 2^{ème} opérateur en mobile. Toutefois, compte tenu du positionnement tarifaire agressif adopté par FREE, SFR est le 2^{ème} opérateur français en valeur.

Sur le marché du Haut et Très haut débit, SFR est également le 2^{ème} opérateur en France. Les investissements récents et futurs du Groupe ont pour principal objectif de permettre à SFR GROUP de maintenir, puis d'accentuer sa position de leader sur le marché du Très Haut débit (Fibre optique).

4.1.2. Evolution du marché français de la télécommunication

4.1.2.1. La fin d'un cycle industriel porté par l'accès à l'équipement

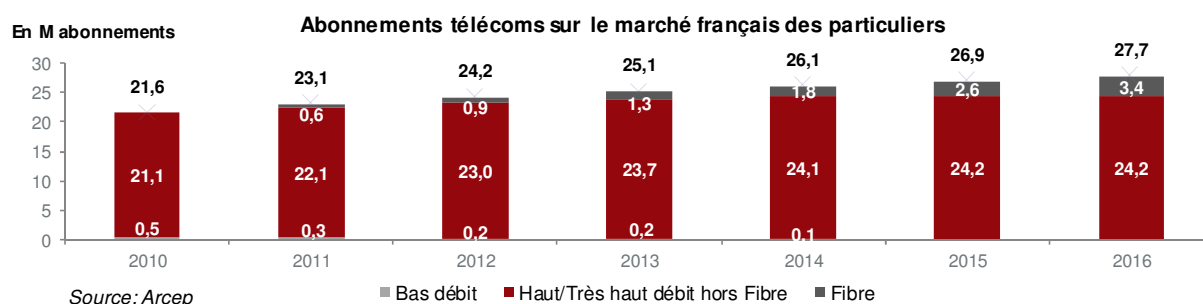
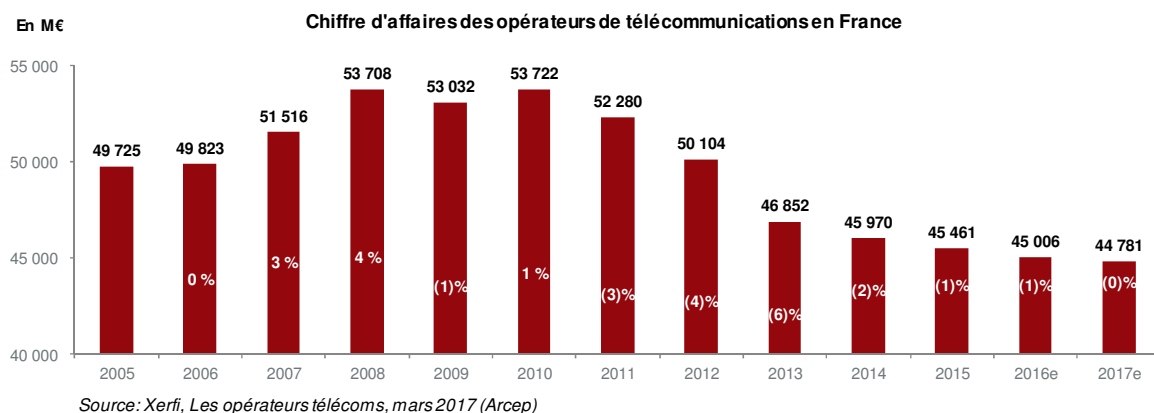
Sur les marchés avancés, l'équipement des foyers (téléphonie, accès internet), puis des individus (téléphonie puis data mobile) arrive à saturation.



Sur le marché du Fixe, il a été observé une transition de la téléphonie fixe vers l'Internet Haut-débit porté par une forte croissance du taux d'équipement. En Europe, sur la période 2010-2015, les revenus de la téléphonie fixe se sont effondrés, alors que sur cette même période, l'Internet Haut-débit fixe a connu une croissance significative.



A titre d'illustration, les graphiques ci-après montrent respectivement l'évolution du chiffre d'affaires des opérateurs de télécommunications en France, et le nombre d'abonnements selon les différents produits Internet :



Sur le marché Mobile, le marché européen a également connu une phase de décroissance en raison :

- d'un ralentissement de la croissance en volume (quasi-saturation des marchés) ;
- d'une érosion rapide de la valeur de la voix et des SMS, accélérée par la concurrence d'acteurs dits « Over The Top » (OTT) (SKYPE, VIBER, APPLE, WHATSAPP), proposant des services à prix quasiment nul ;
- d'une baisse des investissements à partir de 2011.

Cette tendance a été subie de manière accélérée en France, en raison d'un contexte concurrentiel particulièrement intense.



4.1.2.2. Le début d'un nouveau cycle industriel porteur de croissance

La reprise de la croissance chez la plupart des opérateurs depuis 2016 marque le début d'un nouveau cycle industriel. Cette tendance s'accompagne d'une reprise des investissements. Ainsi en Europe, le ratio Capex/Chiffre d'affaires s'établit à plus de 17% en 2016, contre 12% en 2012² (celui de SFR étant à 21% en 2016).

Ce nouveau cycle s'appuie sur un nouveau modèle économique, porté par 3 grandes tendances :

- Une digitalisation rapide de la société : augmentation de la consommation, et des exigences en termes de débit et de latence, dépendance croissante de la société à la connectivité, et exigences sur la confidentialité des échanges ;
- Une rivalité grandissante des acteurs du numérique pour le contrôle de l'intégralité de la chaîne de valeur (services, terminal et accès), dont la maîtrise et l'intégration permettent l'optimisation de l'expérience utilisateur, et un meilleur contrôle de la relation client.

Une globalisation croissante de la demande B2B, notamment dans le cadre de l'essor de l'Internet des Objets.

Aujourd'hui, le marché est marqué par une dualité assez nette des offres proposées par les quatre principaux opérateurs :

- des propositions « low-cost » qui incluent la téléphonie fixe, mobile, et Internet avec une qualité de réseau et de matériel standard, et peu de contenus, offertes à des prix très attractifs auxquels s'ajoutent des promotions récurrentes, principalement par FREE et BOUYGUES TELECOM, ainsi que par les marques 100% digitales de SFR et ORANGE, respectivement RED ET SOSH ;
- des offres « premium » basées sur une prestation de qualité supérieure en termes de matériel et de réseau, ainsi que sur un répertoire de contenus exclusifs, proposés principalement par ORANGE et SFR, et BOUYGUES TELECOM dans une moindre mesure, dont les prix de vente moyens sont supérieurs.

² Source : Document de référence SFR GROUP 2016



4.2. Présentation de la Société

SFR GROUP est le 2^{ème} acteur télécoms et média en France, avec un chiffre d'affaires de près de 11 milliards d'euros en 2016, et plus de 15.000 employés. SFR dispose du premier réseau en fibre optique et d'un réseau mobile important, le Groupe est présent auprès du grand public (67% du chiffre d'affaires), des entreprises (18%), des collectivités, et sur le marché de gros Wholesale (12%).

A travers ses marques grand public NUMERICABLE, SFR, RED BY SFR et VIRGIN MOBILE, SFR GROUP compte environ 22 millions de clients mobiles (dont 6,8 millions sur le marché entreprise), et 6,3 millions de foyers abonnés au haut débit.

SFR est détenu majoritairement par le groupe ALTICE, qui souhaite, au travers de son Offre, en détenir l'intégralité du capital.

4.2.1. Actionnariat de SFR GROUP

Au 31 août 2017, le capital social de SFR GROUP s'élevait à 443.644.560€, et était composé de 443.644.560 actions de 1,00€ de valeur nominale, toutes de même catégorie, et entièrement libérées.

L'action SFR est cotée sur Euronext Paris (Compartiment A) depuis 2013 (introduction en bourse de NUMERICABLE).

L'actionnariat de la société SFR à la date de notre rapport, se présente comme suit :

SFR Group - Actionnariat

Au 31/08/2017	# actions	% capital	# droits de vote	% droits de vote
Altice NV	41 334 978	9,32%	41 334 978	9,23%
Altice France SA	383 806 099	86,51%	387 691 121	86,60%
Altice France bis SARL	162 500	0,04%	162 500	0,04%
Total groupe Altice	425 303 577	95,87%	429 188 599	95,87%
Contrat de liquidité*	47 023	0,01%	47 023	0,01%
Public	18 293 960	4,12%	18 444 840	4,12%
Total	443 644 560	100,00%	447 680 462	100,00%

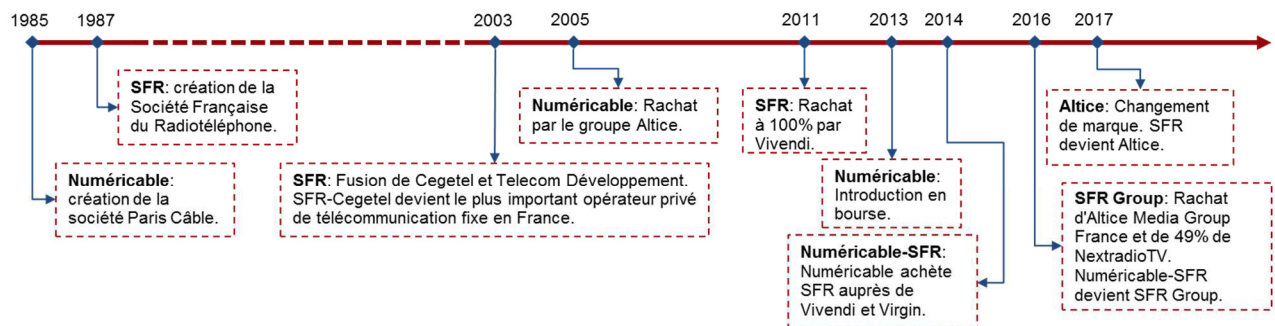
* Conclu début 2014 avec Exane BNP Paribas, dont l'exécution a été suspendue le 10 août 2017 et qui sera résilié à l'issue du retrait obligatoire

Source: Projet de note d'information déposé le 4 septembre 2017

4.2.2. Historique du groupe SFR

La société cible, SFR GROUP, est issue du rapprochement entre NUMERICABLE et SFR en 2014. En mai 2017, ALTICE a annoncé le changement du nom de la marque *SFR* pour *ALTICE*.

L'historique de SFR GROUP peut être présenté de la manière suivante :



Sources: Xerfi (SFR Group - Octobre 2016), et Communications Sociétés

4.2.3. Présentation des activités du groupe SFR

SFR GROUP est un câblo-opérateur, fournisseur d'accès à Internet, opérateur de réseau mobile et distributeur de contenus exerçant exclusivement sur le marché français.

La société a pour ambition de créer, à partir du premier réseau en fibre optique et d'un réseau mobile de premier plan, le leader national de la convergence du Très Haut-Débit fixe-mobile et des contenus (Sport, Médias, Presse, ...).

Dans ce but, la Société a réalisé deux acquisitions au cours du 2^{ème} trimestre 2016 : prise de participation à hauteur de 49% dans NEXTRADIO TV, et acquisition d'ALTICE MEDIA GROUP FRANCE (ci-après « AMGF »), qui renforcent son offre convergente de télécommunications et médias.

SFR exerce désormais ses activités au travers de 4 segments, répartis dans 2 principaux pôles :

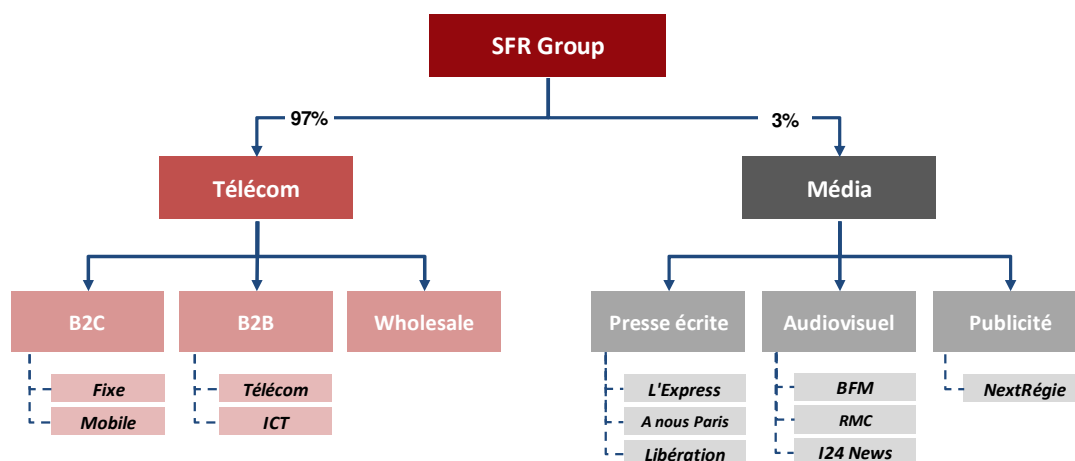
Le Pôle Télécom :

- **B2C** : ce segment fournit aux clients particuliers, des offres de produits et services fixes (téléphonie, Internet) et mobiles de télécommunication (transmission de voix et de données) sous les marques SFR et RED BY SFR. Le segment B2C constitue la part la plus importante du chiffre d'affaires de SFR (67%).
- **B2B** : ce segment propose des offres complètes de services à destination des PME, des grandes entreprises et des administrations publiques sous la marque SFR BUSINESS. Le segment B2B représente la seconde source de chiffre d'affaires de la Société (18%).
- **Wholesale** : ce segment regroupe les services de gros de connectivité d'appels vocaux fixe et mobile, de données, d'infrastructure de fibre, ainsi que des offres « triple-play » DSL et Très Haut-Débit destinées aux opérateurs de télécommunications et aux fournisseurs d'accès à Internet ne bénéficiant pas d'un réseau en propre. Ce segment contribue à hauteur de 12% au chiffre d'affaires de la Société.

Le Pôle Média :

Le segment Médias : qui est né au cours de l'année 2016 à la suite de la prise d'une participation minoritaire de 49% dans NEXTRADIO-TV et l'acquisition d'AMGF, regroupe les chaînes de radio et de télévision du groupe BFM, ainsi que la distribution numérique de titres de presse. Ce segment représente 3% du chiffre d'affaires 2016.

L'organisation des activités de SFR GROUP est schématisée ci-après :



‰: en pourcentage de chiffre d'affaires 2016

Source: Document de référence 2016

4.2.3.1. Activités Grand Public (B2C)

SFR GROUP se positionne comme premier opérateur alternatif de télécommunications en France sur le marché grand public. Fin 2016, la Société compte 14.625 milliers de clients sur ses offres mobiles, et 6.113 milliers de clients sur ses offres fixes Haut et Très Haut débit. SFR se positionne comme leader du très haut débit en France avec plus de 2.038 milliers de clients.

SFR Group B2C - Evolution du nombre de clients

En milliers de clients	2014	2015	2016	Var. 15/16	Var. % 15/16
Abonnés mobiles	16 238	15 137	14 625	(512)	(3)%
dont post payés	13 004	12 604	12 337	(267)	(2)%
dont pré payés	3 234	2 533	2 288	(245)	(10)%
Abonnés fixes	6 577	6 352	6 113	(239)	(4)%
dont ADSL	5 030	4 538	4 075	(463)	(10)%
dont FTTH* et FTTH**	1 547	1 814	2 038	224	12 %

* Fiber to the building

** Fiber to the home

Sources: Documents de référence 2016, 2015



Le marché français des télécommunications est un marché mature, qui se caractérise par une concurrence très vive entre les principaux opérateurs et une très forte pression sur les prix. Cette pression sur les prix a notamment été accentuée par l'arrivée de FREE, dont le positionnement *low-cost* a pesé sur les parts de marché des opérateurs historiques (SFR, ORANGE et BOUYGUES TELECOM). Au cours de ces dernières années, SFR a connu une diminution de son chiffre d'affaires liée à l'érosion de sa base d'abonnés.

4.2.3.2. Activités Entreprises (B2B)

Ce segment propose une offre de services et mobiles comprenant des services voix et de données, ainsi que des services de cloud, d'hébergement, et des solutions ICT.

Les clients B2B de SFR sont des petites, moyennes et grandes entreprises, ainsi que des administrations publiques.

En complément des offres de connectivité, la Société propose un ensemble de services sur-mesure ou packagés, autour de l'infrastructure informatique et télécoms. A cette fin, SFR s'associe aux plus grands partenaires technologiques mondiaux dans chaque domaine d'expertise. Les offres de services ICT³ de SFR sont regroupées en 6 *business lines* : Réseau d'entreprise, Infrastructure IT, Communications unifiées, Relation client, Internet des objets, et Sécurité.

4.2.3.3. Activités de gros (Wholesale)

SFR est le 2^{ème} acteur en France (après ORANGE), sur la vente en gros de services de télécommunications.

A travers le segment Wholesale, SFR fournit aux opérateurs nationaux et internationaux les solutions suivantes : infrastructure et télécommunications, voix fixe, data fixe, marque blanche, mobile, itinérance pour opérateurs étrangers, infrastructures et services numériques à l'immeuble, ainsi que des contenus à destination des FVNO et MVNO⁴.

³ Technologies de l'information et de la communication

⁴ Fixed Virtual Network Operator, et Mobile Virtual Network Operator



4.2.3.4. Activités Médias

Les activités Médias de SFR sont issues de la volonté du groupe ALTICE de mener une politique de convergence télécommunication et contenus⁵. Cette nouvelle orientation stratégique a d'abord été marquée par la prise d'une participation minoritaire de 49% dans NEXTRADIO TV, et l'acquisition d'AMGF en 2016.

Le Pôle Médias est principalement composé de 3 activités :

- La presse écrite, via des marques emblématiques comme GROUPE L'EXPRESS et LIBERATION.
- L'audiovisuel, développé autour des marques BFM TV, RMC, et plus récemment SFR SPORT depuis août 2016. En avril 2017, BFM TV enregistre son record d'audience mensuel, en se hissant à la première place des chaînes TNT, et 5^{ème} place des chaînes françaises⁶.
- La publicité, notamment au travers de l'activité de NEXTREGIE, SFR commercialise des supports publicitaires pour le Groupe, ainsi que pour des clients externes.

SFR se positionne par ailleurs, comme le 2^{ème} acteur de l'information presse digitale en France.

4.3. Performances financières de SFR GROUP et de ses activités

4.3.1. Etats financiers synthétiques de SFR GROUP

Les comptes consolidés de SFR GROUP sont certifiés par KPMG AUDIT, et DELOITTE & ASSOCIES. Nous avons extrait les principaux chiffres de ces comptes consolidés :

SFR Group - Compte de résultat consolidé

En M€	31/12/2016	%CA	31/12/2015	Var.	Var. %
Chiffre d'affaires	10 991	100 %	11 039	(48)	(0)%
Charges d'exploitation	(10 036)	(91)%	(10 102)	(66)	1 %
dont Achats et sous-traitance	(3 961)	(36)%	(3 890)	71	(2)%
dont Autres charges opérationnelles	(2 263)	(21)%	(2 467)	(204)	8 %
dont Charges de personnel	(945)	(9)%	(877)	68	(8)%
dont Amortissements et dépréciation	(2 435)	(22)%	(2 554)	(119)	5 %
Résultat opérationnel	955	9 %	937	18	2 %
Résultat financier	(1 111)	(10)%	(46)	(1 065)	(2315)%
dont Coût de l'endettement brut	(1 043)	(9)%	(781)	262	(34)%
Résultat Net	(218)	(2)%	682	(900)	(132)%

Source: Document de référence 2016

⁵ Voir nos développements sur l'Ambition stratégique de SFR (§4.4)

⁶ Source : Médiamétrie



Le chiffre d'affaires consolidé au titre de l'exercice, enregistre une baisse de 48M€ (-0,4%), à laquelle les différents segments de SFR contribuent de la manière suivante : B2C pour -241M€, B2B pour -103M€, Wholesale pour -5M€, et Médias pour +310M€. L'introduction de ce nouveau segment a compensé la baisse d'activité de SFR sur ses segments traditionnels.

Au cours de l'exercice, la Société a intégré les sociétés NEXTRADIO-TV et AMGF, expliquant ainsi l'augmentation des achats et sous-traitance (+ 71M€), et des charges de personnel (+ 121M€).

La baisse des autres charges opérationnelles s'explique principalement par la mise en œuvre du plan de synergies de 1,1Mds d'€ annoncé par le groupe NUMERICABLE-SFR en mai 2015. Ce plan est construit autour de 3 principaux axes : i) la réduction de la masse salariale du segment Télécom, ii) la rationalisation des dépenses générales et administratives, et iii) la réduction des coûts de réseau du fait de la migration des abonnés ADSL vers la Fibre⁷, vise à dégager à moyen terme une marge d'EBITDA de 45%⁸.

En 2016, le résultat financier est quasi exclusivement composé du coût de l'endettement brut, qui se porte désormais à plus d'un milliard d'euros, résultat d'un niveau d'endettement élevé de SFR⁹.

La nette dégradation du résultat financier s'explique principalement par la constatation de produits non récurrents au cours de l'exercice 2015, du fait de la renonciation par VIVENDI au complément de prix éventuel de 750M€, relatif au rachat de SFR en 2011.

SFR Group - Actif consolidé

En M€	31/12/2016	% Actif	31/12/2015	Var.	Var. %
Actifs non courants	26 986	86 %	26 445	541	2 %
dont Goodwill	11 146	36 %	10 554	592	6 %
dont Immobilisations incorporelles	7 600	24 %	7 983	(383)	(5)%
dont Immobilisations corporelles	6 021	19 %	5 627	394	7 %
Actifs courants	4 121	14 %	3 637	484	13 %
dont Créances	3 212	12 %	2 723	489	18 %
dont Trésorerie et équivalents	452	1 %	355	97	27 %
Total Actif	31 107	100 %	30 081	1 026	3 %

Source: Document de référence 2016

L'augmentation des actifs non courants de SFR GROUP est liée aux opérations de croissance externe entreprises par la Société (NEXTRADIO-TV et AMGF).

La hausse du montant des immobilisations corporelles reflète la politique d'investissement de SFR dans les réseaux et installations techniques.

⁷ Voir notre rappel sur les coûts d'utilisation du réseau ADSL d'Orange (§4.3.3)

⁸ Objectif moyen-terme révisé selon communiqué de presse d'annonce des résultats du premier trimestre 2015 de NUMERICABLE-SFR du 12 mai 2015

⁹ Cf. Passif consolidé (ci-dessous) et §4.3.2 sur l'endettement de la Société





SFR Group - Passif consolidé

En M€	31/12/2016	% Passif	31/12/2015	Var.	Var. %
Capitaux propres consolidés	3 572	12 %	4 267	(695)	(16)%
dont Primes d'émission	5 388	17 %	5 360	28	1 %
dont Réserves	(2 221)	(7)%	(1 545)	(676)	44 %
Passifs non courants	19 568	62 %	18 981	587	3 %
dont Emprunts et autres dettes financières	17 171	54 %	16 443	728	4 %
Passifs courants	7 968	26 %	6 833	1 135	17 %
dont Dettes fournisseurs	5 139	16 %	4 878	261	5 %
Total Passif	31 107	100 %	30 081	1 026	3 %

Source: Document de référence 2016

En lien avec la politique d'investissement de la Société dans les contenus et les infrastructures réseaux, l'endettement financier de la société a progressé de 4% (+728M€) au cours de l'exercice 2016, et s'établit désormais à 17.171M€. Nous consacrons ci-après un développement spécifique à l'analyse de l'endettement de SFR GROUP.

4.3.2. Endettement de la Société

La politique de croissance externe et interne entreprise par SFR GROUP ces dernières années a eu, compte tenu des modalités de financement adoptées, un impact significatif sur le niveau d'endettement de la société. Ce niveau, déjà élevé à la suite du rachat de SFR par NUMERICABLE, a continué de progresser du fait des investissements massifs en contenus.

Des refinancements ont été effectués à partir de 2015 afin de réduire le coût de la dette tout en réduisant le risque de liquidité par l'allongement des échéances de remboursement.



4.3.2.1. Présentation de la politique de refinancement entreprise en 2016 par SFR Group

Entre 2015 et 2016, les emprunts obligataires et les dettes bancaires ont évolué de la manière suivante :

SFR Group - Evolution de la dette financière

En M€	Devise	Taux*	Maturité	2015	2016
Obligation 2022	EUR	5,38%	mai-22	1 000	1 000
Obligation 2024	EUR	5,63%	mai-24	1 250	1 250
Obligation 2019	USD	4,35%	mai-19	2 204	-
Obligation 2022	USD	5,14%	mai-22	3 674	3 795
Obligation 2024	USD	5,38%	mai-24	1 263	1 304
Obligation 2026	USD	6,18%	avr-26	-	4 924
Total - Emprunts obligataires				9 392	12 273
Effets intérêts courus				201	429
Effet du taux d'intérêt effectif				(115)	(101)
En M€	Devise	Marge*	Maturité	2015	2016
B1/B2/B4	EUR	4,50%	mai-20	1 881	-
B1	USD	4,21%	mai-20	1 268	-
B2	USD	4,21%	mai-20	1 097	-
B5	USD	3,99%	juil-22	505	-
B6	USD	4,15%	janv-23	1 231	-
B6	EUR	4,75%	janv-23	500	-
B7	EUR	4,50%	avr-23	-	846
B5/B9	EUR	4,00%	juil-23	300	297
B7	USD	4,57%	janv-24	-	1 345
B10	EUR	3,75%	janv-25	-	700
B8	USD	3,71%	janv-25	-	1 698
Ligne de crédit revolving (RCF)	EUR			450	-
Total - Emprunts bancaires				7 232	4 886
Effets intérêts courus				49	32
Effet du taux d'intérêt effectif				(149)	(140)
Endettement lié à NextRadio TV non pris en compte ci-dessus				-	39
Instruments dérivés				87	237
Total - Dettes financières hors instruments de couverture				16 697	17 656
dont non courants				16 443	17 171
dont courants				254	485

Source : Document de référence SFR 2016

* les taux des emprunts en devises sont ajustés du taux de change des instruments de couverture.

Les refinancements entrepris en 2016 et 2017 ont permis de réduire le coût moyen de la dette (4,9% vs 5,2% observé en 2016), et d'augmenter la maturité de la dette, passant de 6,1 à 7,3 ans sur la même période.

Malgré les faibles niveaux de taux d'intérêts disponibles sur les marchés, le coût de l'endettement de SFR GROUP reste relativement haut, en raison principalement de ratios d'endettement élevés.



4.3.2.2. Notations de SFR Group et perceptions des analystes

A la suite de l'acquisition de SFR par NUMERICABLE, MOODY'S a attribué à SFR GROUP la note Ba3, qui correspond à une qualité « Moyenne inférieure ». Malgré les refinancements récents, l'agence MOODY'S a de nouveau abaissé sa notation (cf. tableau ci-après), en raison de la politique de croissance externe et d'investissement engagée par la Société.

SFR Group - Evolution de la notation de crédit			
	2014	2015	2016
Standard & Poor's	B+	B+	B+
Moody's	Ba3	B1	B1

Source : Document de référence SFR 2014 à 2016

L'inquiétude est également partagée par certains analystes suivant le titre. En novembre 2015, ces analystes s'inquiétaient déjà de la capacité de SFR GROUP à rembourser les dettes liées au rapprochement, mais aussi de l'augmentation du ratio d'endettement (3,3 fois l'EBITDA), « *deux fois supérieur à celui de n'importe quelle société européenne de télécommunications*¹⁰. »

La capacité à générer des cash flows est néanmoins soulignée par les analystes qui considèrent ce niveau d'endettement soutenable à terme pour la Société. Toutefois, compte tenu des contraintes macroéconomiques, le risque de crédit est considéré par les analystes comme un risque significatif pouvant affecter à la fois les performances de SFR, mais aussi le cours de l'action¹¹.

¹⁰ MorningStar : note d'analyste du 18 novembre 2015

¹¹ Bryan Garnier & Co : note d'analyste du 12 avril 2016



4.3.2.3. Impacts sur le respect des covenants bancaires

Les emprunts obligataires souscrits par SFR GROUP, sont principalement soumis à des covenants bancaires, limitant notamment la possibilité :

- de garantir ou contracter un endettement additionnel, en cas de dépassement du ratio d'endettement consolidé de 4,0x pour la totalité de la dette, ou 3,25x pour les emprunts obligataires ;
- d'utiliser la ligne de crédit revolving en cas de dépassement du ratio d'endettement consolidé de 4,5x pour 2017, puis 4,0x à partir de 2018.

Le ratio d'endettement net consolidé correspond au ratio entre l'Endettement financier net et l'EBITDA net, tels que calculés dans les rapports financiers annuels et semestriels.

Ces restrictions sont considérées comme « covenant light », étant donné que les tests de ratio sont effectués uniquement à l'occasion d'événements particuliers (levée de dette, paiement de dividende...). Toutefois, ce ratio est quand même calculé de façon périodique comme présenté ci-après :

SFR Group - Evolution du ratio d'endettement

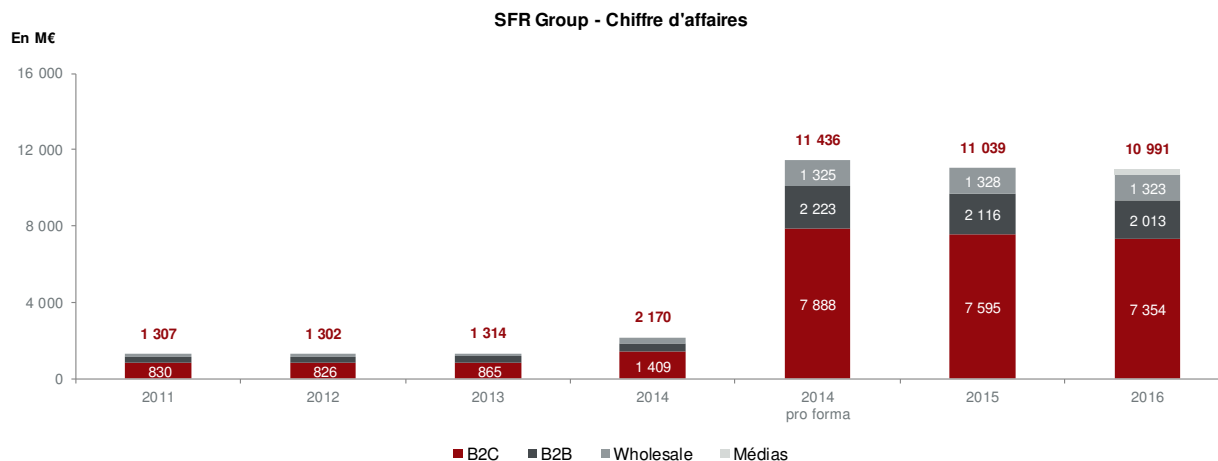
En M€	2014	2015	2016
Ratio d'endettement	3,6x	3,7x	3,8x
Ratio endettement global à respecter	4,0x	4,0x	4,0x

Source : Document de référence SFR 2014 à 2016 ; Communiqué de presse au 27/07/2017



4.3.3. Présentation des indicateurs clés

Nous présentons ci-dessous l'évolution de quelques indicateurs financiers de SFR, comme le chiffre d'affaires, l'EBITDA, les dépenses d'investissement (Capex), ainsi que le résultat opérationnel et le résultat net. Dans les graphiques ci-après, l'année « 2014 pro forma » permet de présenter le périmètre SFR GROUP intégrant le rapprochement SFR-NUMERICABLE en année pleine.



Sources: Documents de référence 2016, 2015, 2014, 2013
Données Médias sur une base de 8 mois

Les activités **B2C** constituent la part la plus importante du chiffre d'affaires consolidé, en baisse de 3,2% par rapport à 2015. Cette baisse traduit notamment l'érosion des revenus « mobile » (4.514M€, contre 4.722M€ en 2015), qui s'explique par la baisse du parc abonnés Grand Public de 4%.

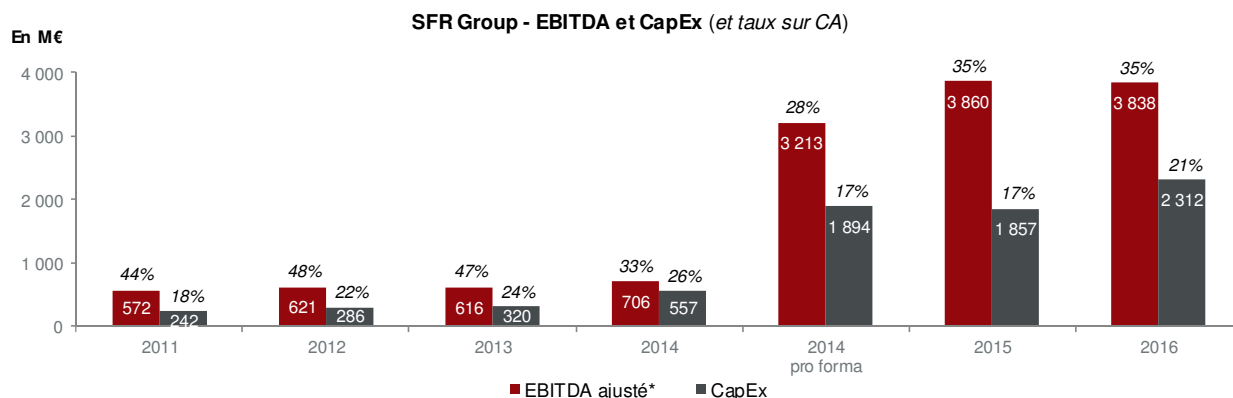
Sur les activités fixes, le chiffre d'affaires a diminué de 1,2% pour atteindre 2.840M€. Cette diminution est liée à un parc globalement en décroissance, résultat d'une évolution très contrastée. Le parc de clients ADSL est en baisse de 10,3%, tandis que le parc Très Haut débit est en hausse de 12,3%. La bonne dynamique de cette activité et la progression du revenu moyen par client (ARPU) qui en découle a permis de compenser le déclin des activités DSL dans un marché où la concurrence s'est accrue.

Le chiffre d'affaires des activités **B2B** enregistre une baisse de 4,9%, qui s'explique à la fois par une érosion de l'activité Fixe (-2,5%) et de l'activité Mobile (-9,4%).

Le chiffre d'affaires des activités **Wholesale** est en légère décroissance (-0,4%).

Globalement, cette attrition du nombre d'abonnés (B2C et B2B) est expliquée par une dégradation de la perception de la marque SFR par les consommateurs en raison de difficultés techniques récurrentes et d'une gestion de la relation clientèle peu performante. D'après les communications récentes de la société, la décroissance du nombre d'abonnés commence à diminuer.





* Agrégat retraité des coûts non-récurrents, tel que présenté dans la communication financière de SFR

Sources: Documents de référence 2016, 2015, 2014, 2013

L'EBITDA ajusté enregistre une baisse de 22M€, dont le pôle Médias contribue à hauteur de 40M€. Retraité (i) de ce montant, (ii) des dépenses liées aux acquisitions de droits de diffusion des grands événements sportifs, et (iii) de la production des chaînes SFR Sport depuis 2016 (63,4 M€), l'EBITDA ajusté serait de 3.861M€, soit un montant comparable à celui de 2015.

Ce maintien de l'EBITDA, malgré la baisse du CA, s'explique par les différentes économies réalisées tant sur les autres charges opérationnelles que sur les charges de personnel¹², ainsi que par le mix des abonnés DSL/Fibre plus favorable.

Pour rappel, SFR doit verser à ORANGE, pour chaque client ADSL, une redevance dont le montant est régulé par l'ARCEP, au titre de l'utilisation de son réseau ADSL (FRANCE TELECOM). La migration progressive des abonnés ADSL vers les offres Fibre du Groupe, entraîne généralement une augmentation du prix de l'abonnement, et permet par ailleurs à la Société d'économiser le versement de cette redevance à ORANGE, et ainsi d'améliorer ses niveaux de marge opérationnelle.

Compte tenu des besoins de Très Haut-débit croissant des clients B2C et B2B, les dépenses d'investissement représentent historiquement une part importante du chiffre d'affaires de SFR GROUP. Les Capex s'élèvent régulièrement à un montant correspondant à la moitié de l'EBITDA ajusté.

Ces dépenses visent l'amélioration et l'entretien des réseaux de SFR, les achats de terminaux mobiles, et le raccordement des foyers pour les nouveaux clients B2C, ainsi que les différents projets menés sur les marchés de gros.

Le plan « Fibrer la France » annoncé par le management de la société en juillet 2017¹³ devrait entraîner une dépense additionnelle supérieure à 100 millions d'euros par an selon les premières estimations. Le retour sur investissement attendu pour ce plan serait principalement constitué des économies réalisées sur les redevances payées à ORANGE, du fait de la moindre utilisation de son réseau DSL résultant de la migration plus rapide des clients DSL de SFR vers la Fibre.

¹² Voir nos développements figurant en partie §4.3.1

¹³ Voir les Intentions des Initiateurs pour les douze prochains mois (§1.2.2)



4.4. Ambition stratégique de SFR

Comme nous l'avons décrit précédemment, le marché français des télécommunications est un marché mature, marqué par une concurrence très vive entre les principaux opérateurs, et une très forte pression sur les prix. Dans ce contexte, SFR a connu une baisse de son chiffre d'affaires au cours des dernières années, ainsi qu'une érosion de son image de marque auprès de ses clients.

Face à cette baisse d'activité, SFR GROUP a identifié trois leviers afin de renouer avec la croissance :

- **L'amélioration des structures fixes et mobiles**

Le Groupe poursuit une politique soutenue d'investissements sur ses infrastructures¹⁴ (cf. taux de Capex / Chiffre d'affaires, *supra*), pour étendre son réseau et déployer de nouvelles technologies de télécommunication (réseau 4G et prochainement 5G, déploiement de la fibre optique).

SFR compte ainsi investir près de 2 milliards d'euros par an¹⁵, afin de retrouver la confiance des consommateurs, d'améliorer l'image de sa marque, et se positionner sur des offres « premium » plus génératrices de marge.

Dans un marché aussi concurrentiel que celui de la télécommunication, l'effort d'investissement est impératif afin de rester pleinement compétitif et d'adapter son réseau aux avancées technologiques.

- **Le renforcement de la présence de SFR sur le marché entreprise**, où il détient 20% de parts de marché¹⁶

En juin 2016, l'ARCEP a critiqué le duopole caractérisant le marché télécom professionnel. Le régulateur a ainsi lancé une consultation publique sur l'accès des services télécoms aux entreprises et aux réseaux FTTH, afin de stimuler le marché et faire émerger un troisième acteur. Le projet de document issu de cette consultation¹⁷ énonce des évolutions à mettre en œuvre afin de voir émerger un troisième acteur des télécommunications, ce qui pourrait avoir un effet négatif pour ORANGE et SFR sur ce segment.

Toutefois, les barrières à l'entrée étant importantes pour un nouvel acteur, et cet avis étant pour le moment consultatif, les prévisions d'activité à moyen-terme pour ce segment restent stables.

- **La convergence télécoms / contenus**, qui constitue l'évolution stratégique la plus significative

Face à l'évolution du marché de la télécommunication, SFR affiche une volonté de se positionner sur le nouveau cycle industriel¹⁸. Ce nouveau cycle offre pour SFR une opportunité de développer une stratégie différenciée par rapport à ses concurrents, en s'appuyant sur le modèle ALTICE.

SFR GROUP a décidé de mettre en place une approche convergente télécommunications et contenus en France.

¹⁴ Cf. taux de Capex / CA présenté en §4.1.2, Evolution du marché français de la télécommunication

¹⁵ Source : Xerfi – SFR GROUP, Octobre 2016

¹⁶ Source : Xerfi – SFR GROUP, Octobre 2016

¹⁷ Disponible sur le site de l'ARCEP

¹⁸ Cf. §4.1.2, Evolution du marché français de la télécommunication



La première étape de cette convergence s'est concrétisée en 2016 par la reprise d'ALTICE MEDIA GROUP FRANCE pour un montant total de 196M€¹⁹ (plus de 20 titres de presse en France, ainsi que des sites internet), et l'entrée au capital (49%) de NEXTRADIO TV (RMC, BFM-TV, I24 NEWS, etc...) via l'acquisition de 75% des titres d'ALTICE CONTENT LUXEMBOURG pour un montant global de 635M€²⁰. Par la suite, SFR GROUP a intensifié cette stratégie via l'acquisition de droits sportifs (Premier League anglaise et Champions League de football principalement) associée à la création de bouquets de chaînes (SFR SPORT, SFR PLAY, SFR FAMILY). A présent, cette convergence nécessite pour SFR GROUP d'investir davantage dans les contenus, de les intégrer à ses offres télécoms, et de définir son positionnement.

Cette stratégie de convergence, même si elle peut s'avérer coûteuse en raison de l'inflation du coût des contenus, semble aujourd'hui opportune afin de stabiliser son parc d'abonnés sur des offres « premium », compte tenu de la saturation du marché de la télécommunication, et du fait qu'aucun des concurrents de SFR n'a développé de réelles stratégies sur les contenus.

La mise en œuvre de cette nouvelle stratégie implique la structuration de SFR GROUP autour de deux pôles : SFR Télécom et SFR Média (comprenant les activités de presse, audiovisuel et de régie publicitaire).

4.5. Matrice SWOT

Le positionnement de SFR peut se définir comme suit :

Forces

- Positionnement favorable sur les segments B2B et B2C du marché français.
- Leader français en matière de réseau fibre optique (FFTB et FFTH).
- 1^{er} opérateur en matière de contenus en France.
- Propriétaire de ses infrastructures réseau.
- Stratégie de différenciation via la création d'une offre diversifiée et qualitative.
- Atteinte d'une taille critique permettant au Groupe d'investir pleinement dans la stratégie de convergence.

Faiblesses

- Perte historique de parts de marché depuis plusieurs années.
- Mauvaise perception de la qualité du réseau et du service client par les consommateurs.
- Fort niveau d'endettement lié aux stratégies de croissance externe ainsi qu'aux investissements.
- Forte dépendance de SFR Group au marché français.

Opportunités

- Dynamisme de la demande d'offre Fibre.
- Amélioration de la performance opérationnelle (synergies, digitalisation de la société).
- Rapprochement sur le secteur des Télécoms en France.
- Nouvelles licences commercialisées par l'Etat (5G).

Menaces

- Pression concurrentielle forte sur le marché français des télécommunications.
- Rapprochement entre Orange et Canal + avec une stratégie de convergence.
- Lourds investissements à venir pour l'amélioration/extension du réseau ainsi que le développement des offres contenus.
- Décisions défavorables de la Commission Européenne sur la libéralisation du marché des télécommunications.

¹⁹ Source : Document de référence SFR GROUP 2016

²⁰ Source : Document de référence SFR GROUP 2016



5 Méthodes d'évaluation des actions de la société SFR GROUP

Conformément aux dispositions de l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF, nous avons procédé à notre propre évaluation multicritères des actions de la Société.

5.1. Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

5.1.1. L'actif net comptable consolidé

L'actif net comptable n'est généralement pas considéré comme représentatif de la valeur intrinsèque de l'entreprise. Il n'intègre pas en effet, les perspectives de croissance et de rentabilité, ni les éventuelles plus-values sur les éléments d'actifs, en particulier ceux créés par l'entreprise.

Pour information, l'actif net comptable consolidé au 30 juin 2017²¹ s'établit à un montant de 3.205M€, soit une valeur par action de 7,21€²².

5.1.2. Actif net comptable réévalué

La méthode de l'actif net comptable réévalué consiste à corriger l'actif net comptable des plus ou moins-values latentes identifiées à l'actif, au passif ou hors bilan. Cette méthode, souvent utilisée pour évaluer les sociétés de certains secteurs (holdings, foncières) est particulièrement adaptée aux entreprises, dont les principaux actifs ont une valeur sur un marché, et dont les acquisitions et cessions constituent leur processus d'exploitation, ce qui n'est pas le cas ici.

Les principaux actifs composant le bilan de SFR GROUP (Goodwill des sociétés acquises, infrastructures réseaux, matériel.) constituent un ensemble qui concourt au cycle d'exploitation de l'ensemble des sociétés du groupe. La rentabilité du Groupe étant directement liée à la rentabilité des sociétés qui le composent, associée au fait que le Groupe n'a pas vocation à acquérir et céder des participations, fait que la méthode de l'actif net comptable réévalué n'est pas la méthode de valorisation la plus pertinente.

Cette méthode n'a donc pas été retenue.

²¹ Composé à 60% d'actifs incorporels

²² Sur la base d'un nombre d'actions de 444.435.512, correspondant au nombre de titres de référence calculé §7.2



5.1.3. La valeur de rendement

Cette méthode, qui consiste à actualiser des dividendes futurs, est dépendante de la politique de distribution décidée par la Société, et présente le biais de mieux valoriser les sociétés dont les taux de distribution sont les plus élevés, sans tenir compte de l'impact à moyen terme des arbitrages entre distribution, autofinancement et investissement.

Depuis 2013, SFR n'a procédé qu'une seule fois à une distribution de dividendes. Compte tenu de l'absence de distribution stable de dividendes sur les années passées, de l'absence d'annonce de prévisions en matière de distribution sur les années à venir liée à la politique intensive d'investissements, cette méthode ne sera pas retenue.

5.1.4. Valeur liquidative

Cette méthode n'est pas pertinente dans un contexte où la Société, malgré son niveau d'endettement et ses réserves négatives, respecte ses engagements financiers et bancaires à notre connaissance et a le soutien de son actionnaire de contrôle ALTICE.

5.1.5. Transactions comparables

La méthode des transactions comparables repose sur l'analyse des multiples extériorisés lors des opérations de rachat total ou partiel d'entreprises intervenues dans le secteur d'activité de l'entité évaluée.

Compte tenu du contexte spécifique de détention de SFR GROUP, dont le flottant non détenu par ALTICE est inférieur à 5%, l'analyse devrait se concentrer sur des opérations d'acquisitions de participation minoritaire par l'actionnaire principal dans le secteur des télécoms.

Compte tenu de la difficulté à se référer à des transactions comparables (Offre Publique de Retrait) sur des sociétés dont la taille et le profil seraient directement comparables à SFR, cette méthode a été écartée.



5.1.6. La référence à l'Offre Publique d'Echange du 5 septembre 2016

L'Offre Publique d'Echange Simplifiée initiée par ALTICE sur l'intégralité des titres SFR GROUP non détenus (22,25%), prévoyait l'échange de 8 actions ALTICE NV contre 5 actions SFR GROUP, soit un ratio d'échange de 1,6 actions ALTICE NV contre 1 action SFR GROUP.

Cette opération avait été déclarée non conforme par l'AMF en date du 4 octobre 2016, en raison principalement d'imprécisions concernant la mise en œuvre envisagée d'une convention de prestation de services entre SFR GROUP, et sa maison mère ALTICE. Il est précisé ici que cette convention n'a pas été mise en œuvre, et qu'elle ne sera pas mise en place tant que les actions de SFR GROUP n'auront pas été radiées de la bourse d'Euronext Paris. Nos évaluations n'intègrent donc aucune charge prévisionnelle à ce titre.

Bien que cette opération n'ait pas été conclue, elle a permis d'extérioriser, sur la base de la parité d'échange retenue à l'époque, une valeur par action induite pour SFR GROUP.

A titre indicatif, nous avons donc calculé la fourchette de valeurs induites pour SFR GROUP qui serait extériorisée par l'application du rapport d'échange de 1,6 fois retenu pour cette précédente Offre, au cours de bourse d'ALTICE NV sur la période comprise entre le 4 septembre 2016 et le 9 août 2017.

Cette simulation extériorise une fourchette de valeur comprise entre 24,47€ et 37,22€. Sur la base du cours d'ALTICE NV au jour de l'annonce, la valeur de SFR GROUP calculée sur la parité proposée ressort à 31,44€.

Nous considérons toutefois que ce critère doit être écarté, ou n'être examiné qu'à titre purement indicatif, dès lors que :

- cette opération n'a pas été mise en œuvre ;
- cette opération était différente de l'opération examinée aujourd'hui, exclusivement en cash, alors que l'opération de l'époque était rémunérée en titres ALTICE ;
- il a été réalisé des opérations d'échange depuis cette date, sur des niveaux significatifs, rendant ce critère plus limité dans sa portée. Ces transactions ont, quant à elles, été examinées ;
- enfin, le consensus des analystes des prévisions financières pour SFR GROUP a été révisé à la baisse depuis cette date.



5.2. Méthodes d'évaluation retenues

Nous avons retenu une approche multicritères qui comprend les références et méthodes d'évaluation suivantes, à titre principal :

- L'analyse du cours de bourse de SFR ;
- Les transactions récentes intervenues sur le capital de SFR ;
- Les objectifs de cours de bourse des analystes ;
- La méthode intrinsèque de l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels.

A titre secondaire, nous présentons également la méthode d'évaluation analogique, fondée sur les multiples observés sur des sociétés cotées comparables ;

5.2.1. La référence au cours de bourse de SFR

Les actions SFR GROUP sont actuellement cotées sur le compartiment A du marché Euronext Paris (Code ISIN FR0011594233).

Le cours de bourse est un instrument de mesure du prix des actions de la Société librement négociées, sous réserve d'un niveau de flottant, et de liquidité suffisants.

Sur la base des informations qui ressortent du tableau présenté en §4.2.1, la part du capital flottant ressort à 4,1%, hors actions auto-détenues, et actions détenues par les administrateurs.

Le dernier cours de bourse avant annonce de l'Offre, soit au 9 août 2017 (l'annonce est intervenue le 10 août 2017), les cours moyens pondérés par les volumes (ci-après désignés CMPV), les volumes échangés sur le titre et les taux de rotation qui en découlent se présentent comme suit pour une période de 24 mois²³ :

²³ Les CMPV des périodes de 12 et 24 mois sont affectés par l'annonce de l'OPES de septembre 2016

SFR GROUP - Analyse du cours de bourse

	Cours (€)	Volume moyen échangé (K unités)	Volume échangé cumulé (K unités)	Capital moyen échangé par jour (K€)	Capital moyen cumulé (K€)	% du capital ⁽¹⁾		% du flottant ⁽²⁾	
						Volume échangé	Rotation du capital	Volume échangé	Rotation du flottant
Spot (9/8/2017)	31,45	390	390	12 250	12 250	0,09 %	0,09 %	2,14 %	2,14 %
CMPV 1 mois	31,11	285	6 272	8 870	195 134	0,06 %	1,41 %	1,25 %	27,55 %
CMPV 2 mois	31,07	271	11 663	8 427	362 373	0,06 %	2,63 %	1,14 %	48,83 %
CMPV 3 mois	31,19	459	29 810	14 303	929 716	0,10 %	6,73 %	1,58 %	102,55 %
CMPV 6 mois	30,40	342	42 723	10 391	1 298 895	0,08 %	9,64 %	0,74 %	91,99 %
CMPV 12 mois	27,58	342	87 506	9 426	2 413 021	0,08 %	19,74 %	0,53 %	136,60 %
CMPV 24 mois	29,82	303	155 752	9 035	4 643 768	0,07 %	35,14 %	0,38 %	193,31 %

(1) : Calculé sur la base du nombre d'actions en circulation fourni par Capital IQ.

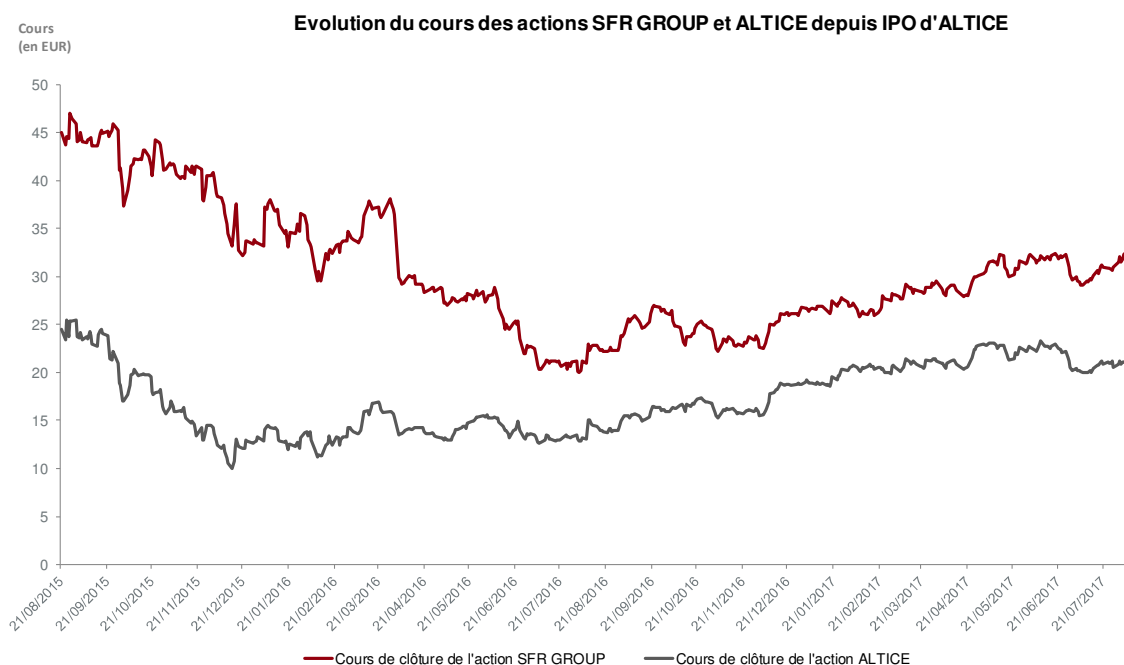
(2) : Calculé sur la base du nombre d'actions en circulation fourni par Capital IQ et du flottant recalculé à partir du fichier récapitulatif des transactions hors marchés intervenus entre le 12/10/2016 et la date de l'Offre

Source : Capital IQ, et analyse Finexsi.

Sur les 12 derniers mois (antérieurs au 10 août 2017), le volume des actions SFR GROUP échangées est de 87.506 milliers d'actions (soit environ 340,5 milliers d'actions par jour de cotation). Sur cette même période, la rotation du capital flottant s'est établie à 136,60%.

Si le flottant est aujourd'hui limité, la liquidité du titre a été sur la période significative.

Depuis l'introduction en bourse de la société ALTICE NV en août 2015, l'évolution de la valeur du titre SFR GROUP en bourse semble corrélée à celle d'ALTICE NV, ainsi que l'illustre le graphique ci-après :





La valeur du titre ALTICE NV correspondant principalement à la valeur de ses participations, et notamment celle détenue dans SFR GROUP, il est cohérent d'observer une corrélation entre les cours de bourse des deux sociétés.

Toutefois, cette relation peut également s'expliquer par une anticipation du marché sur une nouvelle offre d'échange portant sur les titres SFR GROUP restant à acquérir par ALTICE, plus particulièrement depuis l'Offre Publique d'Echange, et l'annonce du dépassement du seuil de détention de 90% des titres de SFR GROUP par ALTICE.

On observe par ailleurs que le cours de bourse a continué de progresser alors que les performances financières prévisionnelles de la société se sont dégradées.

SFR Group - Evolution du cours de bourse et de l'EBITDA attendu des analystes			
Données spot	31/12/2016	28/07/2017	Variation (%)
Cours de bourse (€/action)	26,8	31,0	15,5 %
EBITDA 2017E (M€)	4 249	3 797	(10,6)%
EBITDA 2018E (M€)	4 541	4 066	(10,5)%

Source: Capital IQ

Entre les deux dates considérées, le cours de bourse spot a progressé de 15,5% malgré une dégradation de plus de 10% des prévisions de marges d'EBITDA des analystes.

Le cours de bourse apparaît ainsi comme un indicateur moins pertinent de la valeur fondamentale, en raison notamment d'un flottant de plus en plus limité et d'une évolution de la valeur du titre SFR GROUP corrélée à celle du titre d'ALTICE NV, tandis que les performances intrinsèques à court terme de la Société se sont dégradées.

Toutefois, le critère du cours de bourse doit être examiné comme un critère pertinent pour apprécier le prix proposé, notamment dans le cadre d'un Retrait obligatoire.

5.2.2. Transactions récentes intervenues sur le capital de SFR GROUP

Cette méthode consiste à évaluer une société par référence aux transactions significatives intervenues récemment sur son capital.

Concernant SFR GROUP, plusieurs échanges hors marché de blocs d'actions très significatifs sont intervenus au cours des mois précédant le dépôt de l'Offre, ce qui constitue une référence directe et représentative.

Depuis l'Offre d'échange de septembre 2016 (voir ci-après), environ 18% du capital²⁴ de SFR GROUP ont été échangés par ALTICE contre des actions ALTICE, selon des parités qui ont oscillé entre 1,45 et 1,60.

²⁴ Sur la base d'un nombre d'actions de référence de 444.435.512, correspondant au nombre de titres de référence calculé partie 7.





Ces opérations, conclues par échange de titre ALTICE et pouvant inclure une partie en numéraire, entre le 12 octobre 2016 et le 10 août 2017 par des acteurs indépendants selon des modalités qui nous ont été communiquées, constituent selon nous une référence récente incontournable pour l'évaluation des actions SFR GROUP.

5.2.3. Objectifs de cours des analystes

Cette approche consiste à se référer aux objectifs de cours publiés par les analystes financiers, dès lors que la société fait l'objet d'un suivi régulier.

Un nombre important d'analystes suivant le titre SFR GROUP de manière régulière, les résultats extériorisés par l'utilisation de ce critère ont été considérés comme suffisamment fiables.

Nous les avons examinés et les avons discutés avec le management de SFR Group.

Notre analyse a porté sur les notes d'analystes publiées après annonce des résultats du premier trimestre 2017, intégrant également une communication relative à l'acquisition des droits de diffusion des matchs de la Ligue des Champions de football, en date du 12 mai 2017, ainsi que des notes d'analystes actualisées après annonce des résultats du second trimestre.

5.2.4. Actualisation des flux de trésorerie futurs (ou DCF²⁵)

Cette méthode consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'une entreprise par l'actualisation des flux de trésorerie issus de son plan d'affaires à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité du marché vis-à-vis de l'entreprise, en tenant compte d'une valeur de sortie à l'horizon de ce plan.

Cette méthode permet de reconnaître la valeur attribuable aux perspectives de développement de la société, et nous paraît adaptée à la situation et aux caractéristiques de SFR GROUP.

Les flux de trésorerie prévisionnels ont été établis sur la base du plan d'affaires transmis par la Société. Ce plan d'affaires a été élaboré par le management de SFR GROUP sur la période 2017-2021, et présenté au Conseil d'Administration. Les principales hypothèses du plan d'affaires figurent au §6.4 présentant la mise en œuvre du critère du DCF.

A titre d'information, nous avons également mis en œuvre une valorisation par les DCF sur la base des données prévisionnelles issues du consensus des analystes²⁶, étant précisé que ces données apparaissent proches de celles du plan d'affaires fourni par le management.

Dans le but d'appréhender la pleine valeur du retour attendu de la politique intensive d'investissement actuelle, ces plans d'affaires ont été extrapolés jusqu'à l'année 2027 sur la base d'hypothèses échangées avec le management de la Société.

²⁵ Discounted Cash-Flows.

²⁶ Ci-après le BP Consensus – données prévisionnelles correspondant à la médiane des principaux agrégats sur la base d'un échantillon de 21 analystes



Les flux de trésorerie ont été actualisés au coût des fonds propres, déterminé en fonction des caractéristiques de SFR GROUP.

La valeur terminale est calculée à la fin de l'horizon explicite du plan d'affaires sur la base d'un flux de trésorerie normatif actualisé à l'infini, en tenant compte d'un taux de croissance estimé à long terme de ce dernier flux.

5.2.5. Comparables boursiers (à titre secondaire)

La méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par application de multiples observés sur un échantillon d'autres sociétés cotées du même secteur d'activité, aux agrégats jugés pertinents.

La pertinence de cette méthode dépend largement de l'existence de sociétés cotées, dont l'activité et le modèle économique sont comparables. En l'espèce, compte tenu du mix télécoms et contenus inédits de l'offre de la Société sur le marché français, ainsi que la composante « câble » de l'activité de SFR GROUP (issue de la fusion avec NUMERICABLE)²⁷, la construction d'un échantillon de sociétés comparables suffisamment pertinent pour appliquer cette méthode s'est avérée très complexe.

Nous avons donc appréhendé la valeur de la société à partir de deux échantillons distincts :

- un échantillon restreint intégrant uniquement des opérateurs téléphoniques présents en l'Europe de l'Ouest, dont l'activité est directement comparable à la majorité de l'activité de SFR GROUP ;
- un échantillon large intégrant les opérateurs de l'échantillon restreint, ainsi que des sociétés exerçant une activité de câblo-opérateur.

De surcroît, comme nous l'avons vu, le cours de bourse de la Société apparaît comme un indicateur de valeur moins pertinent qui extériorise des multiples de valorisations implicites supérieurs au niveau moyen observable sur le secteur. Il en ressort donc que la valorisation obtenue par l'utilisation de ce critère n'intègre pas toutes les composantes du titre SFR GROUP pour son actionnaire actuel.

Compte tenu de ces limitations, les résultats issus de cette méthode ne sont présentés qu'à titre secondaire.

²⁷ 30% de la valeur économique du Groupe au moment de la fusion NUMERICABLE-SFR

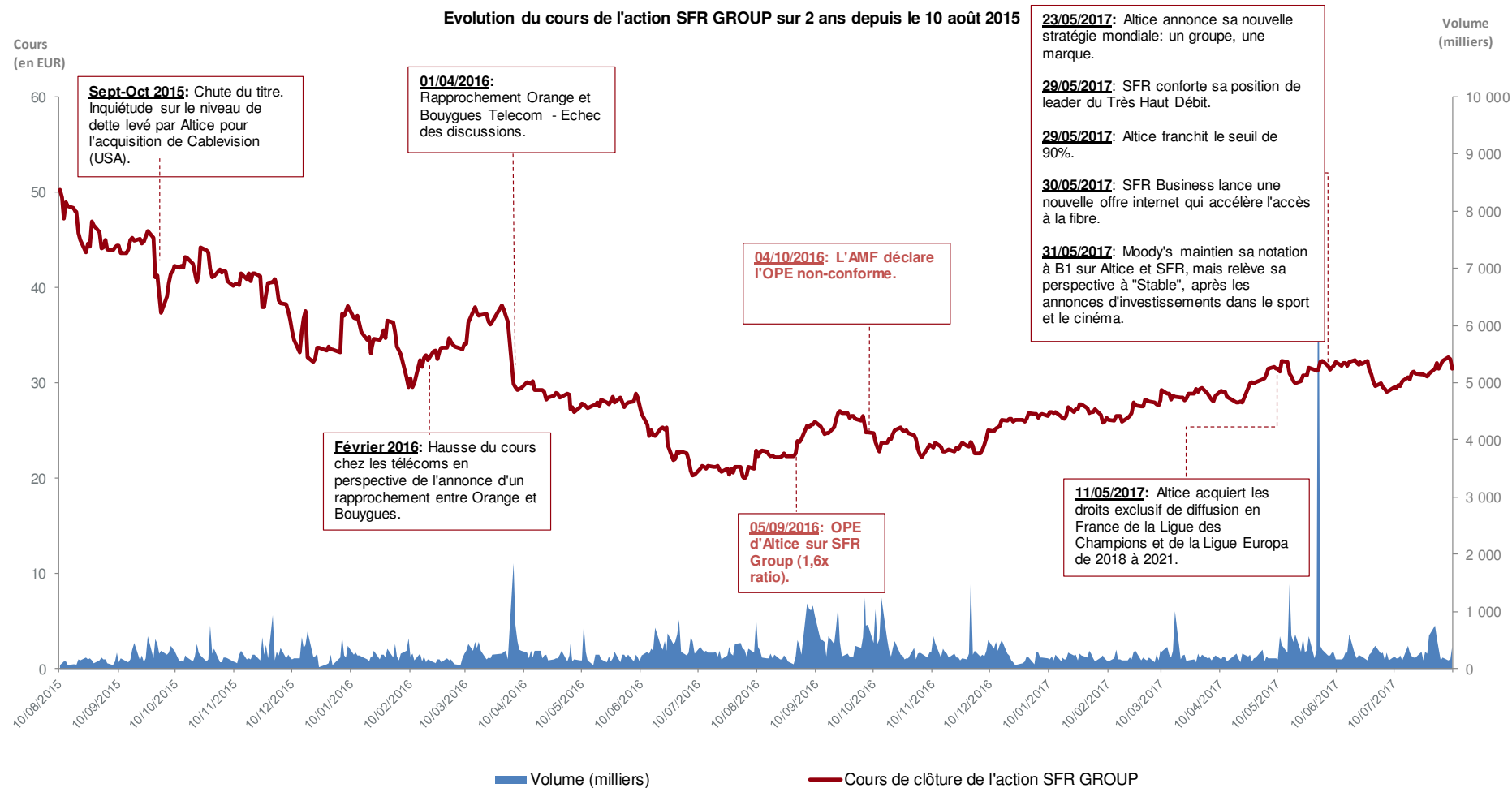


6 Mise en œuvre de la valorisation de SFR GROUP

6.1. La référence au cours de bourse

L'évolution du cours et des volumes échangés depuis le 10 août 2015, jusqu'au 9 août 2017 se présente comme suit :





Source : Capital IQ et communiqués de presse





Période à retenir

Nous avons retenu une période de 2 ans à compter de l'annonce pour l'analyse du cours de bourse compte tenu des éléments suivants :

- Comme expliqué en §5.2.1, l'évolution de la valeur du cours de SFR GROUP est étroitement liée à l'évolution du titre ALTICE NV. Etant donné que cette dernière est cotée à la bourse d'Amsterdam depuis le 10 août 2015, une analyse sur cette même période nous semblait la plus pertinente.
- De plus, une analyse sur une période longue nous permet d'apprécier les variations de valeur indépendamment de la première Offre intervenue en 2016 et déclarée non conforme par l'AMF.

Nous présentons ci-dessous les cours de bourse moyens pondérés par les volumes au 9 août 2017, dernier jour de bourse avant l'annonce de l'Offre :

SFR GROUP - Analyse du cours de bourse

	Cours	Prime résultant du prix de l'offre de 34,5 €
Cours spot au 9 août 2017	31,45	9,7%
CMPV 1 mois	31,11	10,9%
CMPV 60 jours	31,07	11,0%
CMPV 3 mois	31,19	10,6%
CMPV 6 mois	30,40	13,5%
CMPV 12 mois	27,58	25,1%
CMPV 24 mois	29,82	15,7%
Cours le plus haut sur 12 mois ⁽¹⁾	32,67	5,6%
Cours le plus bas sur 12 mois ⁽²⁾	22,14	55,8%
Cours le plus haut sur 24 mois ⁽³⁾	49,40	-30,2%
Cours le plus bas sur 24 mois ⁽⁴⁾	19,98	72,7%

Source : Capital IQ, analyse Finexsi.

*CMPV : cours moyen pondéré par les volumes.

⁽¹⁾ Le 7 août 2017.

⁽²⁾ Le 19 août 2016.

⁽³⁾ Le 11 août 2015.

⁽⁴⁾ Le 3 août 2016.

Sur les 12 derniers mois, le cours de bourse de la société SFR a fluctué entre 22,14€ et 32,67€ par action. Le cours de bourse de SFR n'a ainsi jamais atteint le prix de l'Offre au cours de cette période.

Le prix d'Offre fait ressortir une prime de 9,7% par rapport au cours spot du 9 août 2017, et des primes de 10,9% à 11,0% par rapport aux cours moyens pondérés par les volumes 1 mois et 60 jours.

Suite à l'annonce du prix d'Offre, le cours de SFR GROUP tend vers le prix d'Offre, à savoir 34,5€.



6.2. Transactions récentes intervenues sur le capital de SFR GROUP

Entre le 12 octobre 2016 et le 10 août 2017, ALTICE a réalisé par voie d'échange de titres, pouvant prévoir une partie en numéraire, 53 acquisitions de blocs de titres de SFR GROUP représentant ensemble environ 18%²⁸ des titres de la Société.

Ces transactions récentes entre des opérateurs de marché indépendants constituent, selon nous, une référence incontournable dans le but d'apprécier la valeur des titres de la Société.

Pour les opérations consistant en un échange de titres SFR GROUP contre des titres ALTICE, une valeur implicite unitaire par action SFR GROUP a été déterminée à partir de la parité d'échange retenue pour l'opération, et le cours de bourse d'ALTICE au jour de la signature du contrat d'échange.

Sur ces bases, la fourchette de valeurs par action SFR GROUP extériorisée par ces transactions s'établit entre 23,40€ et 34,48€.

Il convient de relever que, notre analyse des contrats d'échange fournis n'a pas révélé de clauses particulières qui pourraient avoir comme conséquence, d'augmenter le prix implicite par action SFR GROUP extériorisé, à un niveau supérieur à la borne haute de la fourchette de valeur affichée ci-avant, et d'entraîner une inégalité de traitement entre les actionnaires.

6.3. Objectif de cours des analystes

Comme indiqué au §5.2.3, nous avons étudié les notes d'analystes qui suivent la valeur SFR GROUP, en se positionnant à la date d'annonce de l'acquisition des droits de diffusion en France de la Ligue des Champions en France, soit le 12 mai 2017.

SFR Group - Objectifs de cours des analystes

Contributeurs	Date	Prix cible	Prix clôture avant note	Prime vs Cours	Recommandation
JP Morgan	11/07/2017	34,00	29,54	15,1 %	Neutral
Credit Suisse	12/07/2017	30,00	29,45	1,9 %	Neutral
Natixis	17/07/2017	28,00	31,86	(12,1)%	Neutral
RBC	18/07/2017	35,00	30,60	14,4 %	Outperform
Berenberg	19/07/2017	25,80	30,35	(15,0)%	Sell
Barclays	20/07/2017	24,00	31,08	(22,8)%	Equal Weight
Citi	20/07/2017	31,00	31,08	(0,3)%	Neutral
Kepler Chevreux	24/07/2017	26,00	34,35	(24,3)%	Hold
Jefferies	27/07/2017	25,00	30,74	(18,7)%	Underperform
Deutsche Bank	31/07/2017	33,00	31,00	6,5 %	Hold
BAML	01/08/2017	31,00	31,50	(1,6)%	Neutral
Bryan, Garnier & Co	01/08/2017	29,20	31,50	(7,3)%	Neutral
Goldman Sachs	02/08/2017	33,00	32,09	2,8 %	Neutral
Minimum		24,00		(24,3)%	
Moyenne		29,62		(4,7)%	
Mediane		30,00		(1,6)%	
Maximum		35,00		15,1 %	

²⁸ Sur la base d'un nombre d'actions de référence de 444.435.512, correspondant au nombre de titres de référence calculé partie 7.



Il ressort de cette analyse que les objectifs de cours des analystes publiés après l'annonce du 12 mai 2017 (hors SOCIETE GENERALE, qui affiche un cours cible de 62€), sont compris entre 24€ et 35€. L'analyse de la SOCIETE GENERALE n'a pas été intégrée dans notre échantillon de notes d'analystes, compte tenu de ses hypothèses qui ne nous paraissent pas cohérentes, notamment avec celles des autres analystes financiers en matière de taux d'actualisation, et de taux de croissance à l'infini.

Sur cette base, le prix d'Offre de 34,50€ fait ressortir une prime de 16,5% par rapport au cours cible moyen des analyses, et une décote de 1,43% par rapport au cours cible maximum. La pertinence de ce prix cible maximum est à nuancer cependant, car il intègre un niveau de croissance à l'infini très élevé. Sur la base de la médiane, la prime ressort à 15%.

6.4. Actualisation des flux futurs de trésorerie

Un plan à 5 ans élaboré selon une approche « top-down » par le management de la Société²⁹, et présenté au Conseil d'Administration nous a été transmis.

Ce plan repose sur des prévisions de croissance en termes de nombre d'abonnés et des prix moyens, soutenus par la stratégie de convergence télécoms, et contenus ainsi que sur l'amélioration de l'expérience utilisateur par l'investissement en infrastructure réseau.

Nous avons mené nos travaux sur la base de ce plan d'affaires établi sur la période 2017-2021, par la Direction de la Société, ainsi que sur un plan d'affaires basé sur les estimations des analystes pour la période 2017-2020.

Les principales hypothèses et tendances de ce plan d'affaires 2017-2021 peuvent être résumées comme suit³⁰ :

- Une modélisation de la stabilisation du parc d'abonnés du Groupe, puis de sa croissance grâce à l'offre de contenus et à la meilleure expérience clients, ainsi qu'une hausse du prix moyen sur les abonnements fixes, portée par un mix fibre/ADSL plus favorable, et la monétisation de l'offre de contenus ;
- Une croissance annuelle du chiffre d'affaires essentiellement soutenue par la croissance de l'activité B2C et Média ;
- une marge d'EBITDA en croissance ;

²⁹ Ci-après le BP Management ou Plan d'Affaires de la Société

³⁰ Compte tenu de la confidentialité des informations prospectives, nous ne donnerons pas d'informations chiffrées dans notre rapport autres que celles éventuellement déjà rendues publiques par la Société.





- la prise en compte :

- de la stratégie orientée vers les contenus matérialisée par une croissance du coût de ces contenus sur l'horizon du plan,
- d'un programme d'investissements important, relatif notamment au déploiement du réseau 4G, et de l'engagement pris par SFR GROUP d'installer des prises Fibre optique dans certaines zones du territoire français,
- de la politique de restructuration de la Société, et notamment des plans de départ volontaire concernant le pôle Télécom, et des économies afférentes à ce plan,
- de la réduction des sommes versées à ORANGE pour l'utilisation de son réseau DSL, en raison de la migration des abonnés DSL vers les offres Fibre proposées par SFR.
- des économies liées au déménagement envisagé de SFR vers des locaux dans le 15^{ème} arrondissement de Paris, étant précisé qu'aucun coût de vacance ou de résiliation du bail des locaux de Saint-Denis n'a été retenu dans le plan d'affaires. Le montant du nouveau loyer, discuté par CIAM dans le cadre de ses allégations³¹, a fait l'objet d'un rapport d'évaluation³² qui a considéré ce montant conforme au marché, le montant global du loyer étant en outre diminué (par comparaison entre les baux des anciens locaux et ceux des nouveaux), et pris en compte dans les évaluations,
- des économies de frais marketing liés au « rebranding » de SFR GROUP sous la marque ALTICE. Les coûts liés à la mise en œuvre de cette opération sont appréhendés dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres (cf. §7), étant précisé que le plan d'affaires n'inclut pas de redevances facturées par ALTICE au titre de l'utilisation de sa marque par SFR,
- de la baisse des revenus liée à la réforme européenne « *Roam like at Home* » prévoyant la fin des surfacturations par les opérateurs européens des communications, et consommation de données de ses abonnés depuis un autre pays européen.

Ce plan d'affaires se caractérise donc par une progression du chiffre d'affaires que nous considérons ambitieuse par rapport aux performances historiques de SFR, et à la forte pression concurrentielle du marché français des télécoms. De surcroît, les projections intègrent une amélioration constante du taux de marge d'EBITDA, jusqu'à un niveau jamais atteint par la Société, en dépit de l'accroissement des coûts de contenus.

³¹ Voir développement en §10.2.8

³² Comme décrit dans le rapport d'évaluation de l'évaluateur immobilier en date du 11 avril 2017



On précise enfin que le consensus des analystes sur les projections 2017-2020 ne diffère pas de manière significative des hypothèses du plan d'affaires de la Société. On rappelle que le consensus des analystes prévoit :

- une croissance du chiffre d'affaires à un taux moyen situé aux alentours de 1,2% ;
- une marge d'EBITDA comprise entre 34,2% et 38,1% ;
- un taux de Capex/CA compris entre 17,7% et 20,6%.

Détermination des flux

- Flux 2017

La valorisation est réalisée au 30 juin 2017, le flux de l'année 2017 a donc fait l'objet d'un retraitement afin de retenir uniquement la performance attendue au second semestre de l'exercice. La modélisation du flux du second semestre 2017 a été réalisée à partir du flux total du business plan, ajusté de la performance réalisée par la Société au premier semestre 2017.

- Variation du Besoin en Fonds de Roulement

La variation du Besoin en Fonds de Roulement a été modélisée selon les informations communiquées par le management. Compte tenu de la relative stabilité des agrégats d'activités sur l'horizon du plan d'affaires, la modélisation des flux n'intègre pas de variation du Besoin en Fonds de Roulement à partir de l'année 2019.

- Investissements (ou Capex)

Les investissements retenus dans le plan d'affaires intègrent principalement les programmes d'investissements dans les infrastructures réseaux fixe et mobile validés par le gouvernement.

Comme présenté ci-avant³³, les managements d'ALTICE et SFR GROUP ont annoncé de manière conjointe le 12 juillet 2017, leur volonté d'équiper 100% du territoire français métropolitain avec la Fibre d'ici 2025 : le plan « *Fibrer la France* ».

A ce titre, la Société a établi pour la période 2017-2037 un plan d'affaires spécifique prévoyant des dépenses d'investissement additionnelles, et un retour sur investissement correspondant essentiellement à des réductions de coût d'utilisation du réseau DSL fourni par ORANGE du fait de l'augmentation prévue de la migration des abonnés DSL de SFR vers ses offres Fibre.

Compte tenu de la forte incertitude quant à la réalisation de ce plan, dont l'applicabilité est en cours de discussion avec le gouvernement, ses revenus et coûts additionnels n'ont pas été intégrés au plan d'affaires dans notre valorisation par les DCF. Une analyse de sensibilité déterminant l'effet éventuel de ce projet sur la valorisation de l'action SFR GROUP est présentée ci-après.

³³ Voir les « Intentions des Initiateurs pour les douze prochains mois » (§1.2.2)



- Impôts sur les sociétés

Malgré les récentes annonces du nouveau gouvernement prévoyant l'abaissement du taux d'impôt sur les sociétés à hauteur de 25% à horizon 2022, il nous est apparu plus pertinent de retenir uniquement les effets des réformes approuvées.

L'impôt sur les sociétés a donc été retenu au taux de 34,4% sur les premières années du plan d'affaires, puis au taux de 28,9% à compter de 2021, conformément à la loi de finance votée en 2016.

L'impact en trésorerie de la consommation des déficits reportables a été simulée sur la base du fichier de simulation fourni par le management de la Société. L'économie d'impôt liée à la consommation des déficits reportables a été intégrée dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres (cf. §1).

Extrapolation du plan d'affaires

Afin d'appréhender la pleine valeur de la Société, nous avons procédé à une extrapolation du plan d'affaires sur la période 2022-2027, en modélisant une croissance annuelle des revenus jusqu'en 2027 et une amélioration constante de la marge d'EBITDA jusqu'en 2023.

Le niveau de marge projetée à moyen terme, apparaît ambitieux, il n'a d'ailleurs jamais été atteint historiquement par la Société, mais reflète à notre avis le retour attendu sur l'investissement dans les contenus et les infrastructures réseaux consenti sur l'horizon du plan d'affaires 2017-2021, ainsi que les bénéfices du plan de synergies.

Une analyse de sensibilité de la valeur de l'action SFR GROUP à une progression de la marge d'EBITDA a été menée (cf. ci-après), retenant pour hypothèse basse un maintien de la marge d'EBITDA telle que projetée par la société, et pour hypothèse haute une progression de la marge d'EBITDA jusqu'à +3,5 points à horizon 2027. L'atteinte de ce niveau de marge correspond à une hypothèse très volontariste compte tenu de la pression concurrentielle et des coûts induits par les investissements dans les contenus, et sensiblement supérieure à celle extériorisée par le consensus des analystes, dont les projections se limitent à l'horizon 2020. Cette hypothèse haute reste inférieure à l'objectif de taux de marge long-terme de 45%, dont il convient de souligner qu'il a été annoncé par le management il y a plus de deux ans avant la diversification de l'activité de la Société vers les contenus, dont les coûts ont un effet baissier sur les niveaux de marge futurs de SFR.

Les dépenses d'investissement ont été extrapolées sur la base du ratio de Capex sur chiffre d'affaires de l'année 2021, que nous avons maintenu fixe sur la période d'extrapolation 2022-2027.

Le taux d'impôt retenu a quant à lui été maintenu fixe à hauteur de 28,9% sur toute la période d'extrapolation.





Flux normatif et valeur terminale

Le flux normatif a été construit sur la base d'une marge opérationnelle en ligne avec celle de la dernière année de l'horizon explicite, dont on rappelle que dans l'hypothèse haute de notre analyse de sensibilité, le taux de marge d'EBITDA est toutefois sensiblement supérieur à celui issu du consensus des analystes.

Il est considéré que le bénéfice de la réorientation stratégique et l'investissement dans les contenus, est pris en compte dans l'amélioration des parts de marché et l'accroissement des revenus sur toute la période d'extrapolation, ce qui inverse la tendance baissière constatée depuis 5 ans. Compte tenu de la forte pression sur les prix, la capacité de la Société à augmenter le prix de ses abonnements pour faire face aux coûts croissants des contenus, est aujourd'hui très incertaine. Son offre enrichie de contenus pourra cependant lui permettre de maintenir, voire d'augmenter ses parts de marché.

Compte tenu de cette incertitude, il nous apparaît donc plus pertinent de projeter une croissance continue des revenus, liée à un effet volume, plutôt qu'une amélioration de la marge d'EBITDA. Un taux de croissance à l'infini de 1,5% a ainsi été appliqué au flux normatif. Pour donner une information complète, nous avons procédé à une analyse de sensibilité d'une amélioration du taux de marge normatif.

Les investissements intégrés dans le flux normatif correspondent aux estimations long terme communiquées par le management hors plan d'investissement exceptionnel « Fibrer la France ».

Taux d'actualisation

Comme indiqué ci-avant, le coût moyen pondéré du capital de la Société, déterminé à partir du Modèle d'Evaluation des Actifs Financiers (MEDAF), a été retenu pour actualiser les flux de trésorerie futurs.

Ce coût a été estimé à 7% sur la base :

- d'un taux sans risque de 2,60%³⁴ correspondant au taux moyen OAT TEC 10 (moyenne 10 ans calculée au 30 juin 2017 - Source : Capital IQ) ;
- d'une prime de risque de 6,8% (moyenne 5 ans de la prime de risques générale ASSOCIES EN FINANCE et analyses FINEXSI) ;
- d'un bêta désendetté des sociétés comparables de 0,64 (Source : CAPITAL IQ et BLOOMBERG) ;
- d'un ratio d'endettement de 142% (correspondant au rapport de la dette nette déterminée en partie 7 et de la valeur des fonds propres extériorisée par les DCF) ;

³⁴ Ce taux sans risque, déterminé sur une profondeur historique importante, reflète le risque perçu par le marché relativement à l'endettement de SFR qui n'est pas intégré dans le beta des comparables (0,64 contre un beta SFR de 0,95), ainsi que l'aléa de réalisation d'un plan d'affaires extrapolé sur 10 ans qui apparaît volontariste au regard des performances récentes de la Société.

A titre d'information, le taux d'actualisation déterminé sur la base d'une moyenne 1 an du taux sans risque, d'une moyenne 1 an de la prime de risque AEF, et d'un beta SFR de 0,95, ressortirait à 7,62%





- d'un coût de la dette de 5,65% (coût moyen pondéré de la dette obligataire présentée dans les comptes) ;

Les flux financiers ont été actualisés au 30 juin 2017, en cohérence avec la dette financière nette calculée à cette même date.

Calculs de valorisation

Sur ces bases, la valeur d'entreprise ressort à 31.496M€, dont 59% résultent de la valeur terminale au-delà de l'horizon explicite. Compte tenu de la dette financière ajustée, le montant des fonds propres s'établit à 13.017M€, soit une valeur par action SFR GROUP de 29,3€. Les sensibilités de la valeur par action SFR GROUP à une variation combinée du taux d'actualisation (de -0,5 point à +0,5 point), et du taux de croissance à l'infini (de -0,5 point à +0,5 point par pas de 0,25 points), sont présentées ci-après :

SFR GROUP - Test de sensibilité sur la valeur par action

		Taux d'actualisation (CMPC)				
		6,50%	6,75%	7,00%	7,25%	7,50%
Taux de croissance	1,00%	31,68	28,58	25,73	23,11	20,69
	1,25%	33,81	30,47	27,43	24,64	22,08
	1,50%	36,14	32,55	29,29	26,31	23,58
	1,75%	38,72	34,84	31,32	28,13	25,21
	2,00%	41,59	37,36	33,56	30,12	26,99

Source: Analyse Finexsi



Les sensibilités de la valeur par action SFR GROUP à une progression variable du taux de marge d'EBITDA combinée à un taux de croissance du chiffre d'affaires extrapolé jusqu'en 2027, sont présentées ci-après :

SFR GROUP - Test de sensibilité sur la valeur par action

		Croissance annuelle du CA - extrapolation				
		0,75%	1,00%	1,25%	1,50%	1,75%
Cas	0	24,10	24,76	25,43	26,11	26,79
Cas	1	27,15	27,86	28,57	29,29	30,02
Cas	2	32,69	33,48	34,27	35,07	35,88

Source: Analyse Finexsi

Cas 0: maintien de la marge d'EBITDA en hypothèse basse

Cas 1: progression de la marge d'EBITDA en hypothèse basse +1% à horizon 2023

Cas 2: progression de la marge d'EBITDA en hypothèse haute
(ou hypothèse basse +3,5% à horizon 2027)

Nous retiendrons, à l'issue de cette analyse, une fourchette de valeurs comprises entre 24,64€ (valeur basse de la sensibilité coût du capital / taux de croissance à l'infini), et 35,07€ (valeur haute correspondant au plus fort niveau de marge d'EBITDA atteint en 2027, tel que décrit ci-dessus), par action SFR GROUP selon la méthode du DCF, soit une décote de 4,43% sur la fourchette haute. Sur la valeur centrale, soit 29,29€ par action SFR GROUP, le prix d'offre extériorise une prime de 17,79%.

Enfin, nous précisons que la fourchette de valeurs pour l'évaluation par la méthode DCF à partir des agrégats issus des prévisions des analystes³⁵ serait comprise entre 24,65€, et 34,97€.

Mise en œuvre du plan « Fibrer la France »

Comme présenté ci-avant, les managements d'ALTICE et de SFR GROUP ont annoncé leur volonté d'accélérer le déploiement de la fibre sur le territoire français, avec l'objectif d'équiper 100% des foyers métropolitains d'ici 2025, sans bénéficier de subventions de la part de l'Etat.

Ce plan qui serait développé par une entité dédiée (ALTICE INFRASTRUCTURES) au niveau de SFR GROUP, aurait pour conséquence une augmentation des dépenses d'investissement entre 2019-2023, en contrepartie d'une amélioration de la marge d'EBITDA prévisionnelle du fait de la réduction estimée des frais d'utilisation du réseau DSL d'ORANGE, et la perception de revenus Wholesale additionnels pour la mise à disposition des prises Fibre supplémentaires.

³⁵ Tenant compte de la publication des résultats du second trimestre (28/07/2017)



Une valorisation de ce plan « Fibrer la France » a été mise en œuvre par la méthode des flux futurs de trésorerie, sur la base des données prévisionnelles fournies par le management et d'hypothèses globalement similaires à celles retenues pour la valorisation de la Société prise dans son ensemble. Nous avons donc jugé pertinent de retenir une prime de risque spécifique de 1% dans notre calcul du taux d'actualisation pour la valorisation de ce plan, afin de tenir compte de ses spécificités.

La Valeur d'Entreprise ainsi obtenue s'élève à 258M€. Ajoutée à la Valeur économique totale de la Société déterminée par la méthode des DCF, et après déduction de la dette nette ajustée de la Société, la valorisation de ce projet représenterait une valeur additionnelle de 0,58€ par action SFR GROUP.

Les sensibilités de la valeur du projet « Fibrer la France » à une variation combinée du taux d'actualisation (de -0,5 point à +0,5 point), et du taux de croissance à l'infini (de -0,5 point à +0,5 point par pas de 0,25 points), sont présentées ci-après :

ALTICE INFRASTRUCTURES - Test de sensibilité de la valeur par action

		Taux d'actualisation (CMPC)				
		7,00%	7,25%	7,50%	7,75%	8,00%
Taux de croissance	1,00%	0,67	0,60	0,54	0,48	0,42
	1,25%	0,70	0,62	0,56	0,50	0,44
	1,50%	0,73	0,65	0,58	0,52	0,46
	1,75%	0,76	0,68	0,61	0,54	0,48
	2,00%	0,80	0,71	0,64	0,57	0,50

Source: Analyse Finexsi

Les sensibilités de la valeur du projet « Fibrer la France » à une variation combinée de la croissance annuelle du nombre de prises facturées Wholesale (de -10 point à +10 point), et du taux de migration des clients DSL vers la Fibre (de -10 points à +10 points), sont présentées ci-après :

ALTICE INFRASTRUCTURES - Effet du Projet pour SFR Group (€/action)

		Facturation Wholesale				
		0,0%	5,0%	10,0%	15,0%	20,0%
Taux de migration	40%	-0,54	-0,28	0,00	0,27	0,54
	80%	0,04	0,31	0,58	0,85	1,11
	100%	0,34	0,60	0,86	1,13	1,40

Source: Analyse Finexsi

Nous constatons que la valeur de projet présente une sensibilité plus importante dans le cadre de cette dernière analyse. Ce sont donc ces résultats qui seront repris dans la synthèse de valorisation (§11).



6.5. Comparables boursiers (à titre secondaire)

Propos liminaire

Comme expliqué ci-avant (cf. §5.2.5), la construction d'un échantillon de sociétés cotées directement comparables à SFR GROUP, est complexe compte tenu du mix d'activité de la Société Cable/Télécom, et de sa récente orientation vers les contenus. Les opérateurs ne communiquant pas sur la part de leurs revenus et de leurs marges issues des activités « câble », il est donc difficile d'identifier des sociétés, dont le mix serait proche de celui de SFR GROUP.

Deux échantillons distincts ont donc été construits :

- Un échantillon restreint regroupant uniquement des opérateurs téléphoniques de référence en Europe de l'Ouest (hors Suisse), comparables à la principale activité de SFR GROUP ;
- Un échantillon élargi incluant les mêmes opérateurs téléphoniques, ainsi que des sociétés spécialisées dans le câble, activité dont les perspectives de croissance des revenus, et des niveaux de marge, sont plus attrayantes pour les marchés, et qui extériorisent donc des multiples de valorisation plus élevés.

Choix de l'agrégat

Dans le cadre de notre analyse, afin de limiter les distorsions liées aux différentes politiques d'amortissement, nous avons calculé des multiples de Valeur d'Entreprise sur la base des EBITDA projetés par le Management. Par ailleurs, du fait des forts niveaux d'investissements, il nous semblait pertinent de calculer un multiple de valeur d'entreprise sur la base de l'agrégat EBITDA – Capex.

A titre d'information, nous avons également mis en œuvre une valorisation sur la base des agrégats prévisionnels issus du consensus des analystes.

Description des sociétés et multiples obtenus

Les sociétés retenues dans l'échantillon restreint sont les suivantes :

- **ORANGE SA.** : ORANGE, coté à la Bourse de Paris, est le leader français, et l'un des principaux acteurs européens dans le secteur des télécommunications. En 2016, ORANGE a réalisé un chiffre d'affaires de 41 milliards d'euros, et un EBITDA de 12,1 milliards d'euros.
- **PROXIMUS PLC** : opérateur historique de télécommunications belge, coté à la Bourse de Bruxelles, la société propose ses services au sein des marchés B2B ; B2C et Wholesale. En 2016, PROXIMUS a réalisé un chiffre d'affaires de 5,8 milliards d'euros, et un EBITDA de 1,8 milliards d'euros.

- **KONINKLIJKE KPN N.V** : coté à la Bourse de Francfort, KPN est un opérateur de télécommunication néerlandais intervenant sur l'ensemble des métiers et des marchés de la télécommunication (fixe, mobile, Internet, données pour les segments B2B et B2C principalement). En 2016, KPN a réalisé un chiffre d'affaires de 6,8 milliards d'euros, et un EBITDA de 2,2 milliards d'euros.
- **TDC A/S** : cotée à la Bourse de Copenhague, TDC A/S est la principale entreprise de télécommunication au Danemark. La société fournit principalement des services pour des clients B2C et B2B au Danemark, ainsi que dans les pays nordiques. En 2016, TDC A/S a réalisé un chiffre d'affaires de 21 milliards de couronnes danoises, et un EBITDA de 8,6 milliards de couronnes danoises.
- **NOS, S.G.P.S., S.A** : entreprise portugaise-angolaise de télécommunications, la société fournit des services de télécommunication, et distribue des contenus télévisuels et cinématographiques. La société est cotée à la Bourse de Lisbonne. En 2016, NOS, S.G.P.S a réalisé un chiffre d'affaires de 1,5 milliards d'euros, et un EBITDA de 557 millions d'euros.
- **TELEKOM AUSTRIA AKTIENGESELLSCHAFT** : Société de télécommunication autrichienne cotée à la Bourse de Vienne, ainsi qu'au New York Stock Exchange, la société fournit principalement des services fixes et mobiles, pour des clients particuliers et professionnels. En 2016, TELEKOM AUSTRIA a réalisé un chiffre d'affaires de 4,2 milliards d'euros, et un EBITDA de 1,2 milliards d'euros.

Les multiples de valorisation extériorisés par cet échantillon restreint, peuvent être résumés comme suit :

Opérateurs échantillon restreint- Multiples extériorisés par les cours de bourse

Société	Devise	CMPV* 3 mois	Capitalisation boursière (M€)	EV (M€)	EV/ EBITDA 2017E	EV/ EBITDA 2018E	EV/ EBITDA - CapEx 2017E	EV/ EBITDA - CapEx 2018E
SFR Group SA	EUR	31,19	13 885	32 595	8,6x	7,9x	21,4x	16,8x
Orange S.A.	EUR	14,74	39 197	67 428	5,3x	5,2x	12,0x	11,3x
Proximus PLC	EUR	28,99	9 350	11 491	6,4x	6,2x	14,6x	13,7x
Koninklijke KPN N.V.	EUR	2,96	12 610	19 415	8,0x	8,0x	15,3x	14,6x
TDC A/S	DKK	38,24	30 674	52 115	6,3x	6,2x	12,5x	11,9x
NOS, S.G.P.S., S.A.	EUR	5,43	2 781	3 990	6,9x	6,6x	20,1x	16,3x
Telekom Austria Aktiengesellschaft	EUR	7,18	4 765	7 195	5,2x	5,1x	11,2x	11,3x
Moyenne					6,3x	6,2x	14,3x	13,2x

Source : Capital IQ et analyse Finexsi

Il apparait clairement ici que la moyenne des multiples implicites des opérateurs téléphoniques est nettement inférieure à ceux de SFR GROUP, du fait, selon nos analyses, de la décorrélation du cours de bourse de cette dernière (cf. §5.2.1), et de la part câble de son activité (environ 30% au moment du rapprochement NUMERICABLE-SFR).

L'échantillon élargi inclut les opérateurs de l'échantillon restreint, ainsi que les sociétés suivantes, dont la part d'activité câble est plus importante :

- **COM HEM HOLDING AB** : Société suédoise fournissant des services de téléphonies fixe et mobile, Internet, ainsi que offres télévisuelles. Son activité est divisée en 2 segments : COM HEM et BOXER, qui fournissent 1,5 millions de clients. En 2016, COM HEM HOLDING AB a



réalisé un chiffre d'affaires de 5,7 milliards de couronnes suédoises, et un EBITDA de 2,5 milliards de couronnes suédoises.

- **EUSKALTEL, S.A.** : opérateur de câbles basque opérant principalement en pays basque et navarre, ses activités comprenant téléphonie fixe et mobile, la télévision numérique et l'accès à Internet. En 2016, EUSKALTEL a réalisé un chiffre d'affaires de 573 millions d'euros, et un EBITDA de 259 millions d'euros.
- **TELE COLUMBUS AG** : entreprise allemande de télécommunication spécialisée dans le câble haut débit, la société opère sous 2 segments : la télévision et l'internet/téléphonie. En 2016, TELE COLUMBUS AG a réalisé un chiffre d'affaires de 498 millions d'euros, et un EBITDA de 234 millions d'euros.
- **TELENET GROUP HOLDING NV** : concurrent de PROXIMUS sur les marchés belges, TELENET GROUP est un fournisseur d'accès à Internet, offrant des services de télévision analogique et numérique, d'Internet Haut débit, ainsi que de téléphonie fixe et mobile principalement à des usagers habitant, soit en Flandre, soit à Bruxelles. TELENET offre également des services pour les entreprises dans toute la Belgique, et au Luxembourg sous le nom de TELENET SOLUTIONS. En 2016, TELENET a réalisé un chiffre d'affaires de 2,4 milliards d'euros, et un EBITDA de 960 millions d'euros

Opérateurs échantillon large- Multiples extériorisés par les cours de bourse

Société	Devise	CMPV* 3 mois	Capitalisation boursière (M€)	EV (M€)	EV/ EBITDA 2017E	EV/ EBITDA 2018E	EV/ EBITDA - CapEx 2017E	EV/ EBITDA - CapEx 2018E
SFR Group SA	EUR	31,19	13 885	32 595	8,6x	7,9x	21,4x	16,8x
Orange S.A.	EUR	14,74	39 197	67 428	5,3x	5,2x	12,0x	11,3x
Proximus PLC	EUR	28,99	9 350	11 491	6,4x	6,2x	14,6x	13,7x
Koninklijke KPN N.V.	EUR	2,96	12 610	19 415	8,0x	8,0x	15,3x	14,6x
TDC A/S	DKK	38,24	30 674	52 115	6,3x	6,2x	12,5x	11,9x
Telenet Group Holding NV	EUR	57,42	6 634	11 584	9,8x	8,9x	19,1x	15,6x
NOS, S.G.P.S., S.A.	EUR	5,43	2 781	3 990	6,9x	6,6x	20,1x	16,3x
Com Hem Holding AB (publ)	SEK	118,09	21 663	32 320	11,2x	10,7x	18,4x	16,7x
Euskaltel, S.A.	EUR	9,41	1 456	2 619	8,4x	7,1x	12,6x	10,8x
Tele Columbus AG	EUR	9,60	1 225	2 467	9,2x	8,3x	25,7x	17,8x
Telekom Austria Aktiengesellschaft	EUR	7,18	4 765	7 195	5,2x	5,1x	11,2x	11,3x
Moyenne					7,7x	7,2x	16,1x	14,0x

Source : Capital IQ et analyse Finexsi

La moyenne des multiples de l'échantillon large apparaît logiquement supérieure à celle de l'échantillon restreint, du fait des multiples des opérateurs câbles plus élevés. Elle reste cependant inférieure aux multiples de SFR GROUP.





Valorisation de l'action SFR GROUP

La moyenne des multiples extériorisés par les deux Groupes et les éléments de passage à la valeur des fonds propres (présentés en §7), nous permettent de valoriser l'action SFR GROUP comme suit :

SFR GROUP - Valorisation induite par les multiples des sociétés comparables	EBITDA 2017E	EBITDA 2018E	EBITDA - CapEx 2017E	EBITDA - CapEx 2018E
Valeur SFR Group (en EUR/action) sur la base du multiple moyen "Echantillon large"	22,37	24,40	8,60	12,96
Valeur SFR Group (en EUR/action) sur la base du multiple moyen "Echantillon restreint"	11,36	15,13	2,80	9,80

Source: Analyse Finexsi

Compte tenu de la mise en œuvre des programmes de restructuration au cours de l'année 2017 et de l'amélioration progressive des performances commerciales projetée, dont les premiers effets sur les niveaux de marge sont modélisés à partir de 2018, il nous est apparu plus pertinent de retenir les valorisations obtenues à partir des agrégats EBITDA, et EBITDA – Capex 2018.

Nous avons choisi de ne pas déterminer de valorisation sur la base des agrégats 2019-2021, pourtant plus proches du niveau normatif pour SFR GROUP en raison de l'incertitude pesant sur les agrégats prévisionnels des comparables pour les périodes longues.

Enfin, bien qu'imparfaites, nous avons retenu les valorisations calculées à partir des multiples d'EBITDA et EBITDA – Capex issus de l'échantillon large, parce qu'ils intègrent selon nous, la pleine valeur de l'activité mixte de SFR.

La valeur de l'action SFR GROUP déterminée par la méthode des comparables boursiers s'inscrit dans une fourchette comprise entre 12,96€ et 24,40€.

A titre indicatif, la fourchette de valeur qui ressortirait des valorisations basées sur les agrégats du consensus serait comprise entre 21,10€ et 25,36€.



7 Eléments de passage à la valeur des fonds propres

7.1. Dette financière nette

La dette financière nette ajustée au 30 juin 2017 a été déterminée comme suit :

SFR Group - Dette financière nette ajustée

En M€	30/06/2017
Dette financière	17 106
Disponibilités et équivalents de trésorerie	(365)
Instruments dérivés - effets de change, nets	(1 368)
Autres passifs financiers	982
Instruments dérivés nets, effet taux	574
Autres actifs non-courants	(249)
Dette financière nette	16 680
Provisions (après impôts)	1 030
CVAE	1 065
Restructuration - magasin	35
Rebranding	31
Passifs liés à l'acquisition de la bande 700 MHz	219
Déficits reportables actualisés	(487)
Associés	(50)
Intérêts minoritaires	(43)
Dette financière nette ajustée	18 479

Source: Comptes consolidés au 30/06/2017, informations communiquées par la Société et analyse Finexsi



Hormis les dettes financières, la trésorerie et les engagements de retraite qui n'appellent pas de commentaire particulier, nous avons inclus dans l'endettement net les principaux éléments suivants :

- Les provisions à caractère de dettes après impôts³⁶ (1.030M€³⁷) correspondant aux provisions pour risques et charges telles qu'estimées par la Société (incluant notamment la provision pour restructuration à hauteur de 774M€), et devant entraîner une sortie de trésorerie ;
- L'estimation de la dette future actualisée au titre de la CVAE, déterminée sur la base d'un taux d'impôt normatif communiqué par la société et des flux de trésorerie prévisionnels. Ce montant est ajouté à la dette nette parce que les approches basées sur des multiples d'EBITDA ne permettent pas d'appréhender la réduction de valeur liée à ces décaissements futurs ;
- Le montant restant à payer par SFR GROUP pour les licences d'utilisation des fréquences 700MHz actualisés au coût moyen pondéré du capital en fonction des échéances de décaissement attendues ;
- Les déficits fiscaux reportables pour 487M€. Ces déficits fiscaux (environ 2Mds€ en base au 30 juin 2017) ont fait l'objet d'une actualisation au coût des fonds propres (11%) sur la base de leur horizon de consommation probable, déterminé, à partir des informations fournies par la Société ;
- Les coûts estimés de restructuration (35M€), et de rebranding (31M€) nets d'impôts, et actualisés sur la base de l'horizon de décaissement attendu ;
- Les intérêts minoritaires (43M€), et les participations ne donnant pas le contrôle (50M€) retenus sur la base de leur valeur comptable au 30 juin 2017 ;

Après retraitements, la dette financière nette ajustée ressort à 18.479M€.

³⁶ Taux d'impôt retenu à hauteur de 34,43% compte tenu de l'horizon de décaissement anticipé de ces provisions

³⁷ Hors provisions pour frais de remise en état des sites (114M€) en raison de l'incertitude quant au décaissement effectif de ces provisions



7.2. Nombre de titres de référence retenu

Nos calculs sont réalisés sur la base du nombre d'actions composant le capital social au 31 août 2017 (443.644.560 actions), diminué du nombre des actions détenues sur le contrat de liquidité (47.023 actions), et augmenté du nombre d'instruments dilutifs déterminé à partir de la méthode « *treasury stock*³⁸ » (837.975 actions potentielles).

Le nombre total d'actions retenu ressort ainsi à 444.435.512 actions.

³⁸ Méthode qui consiste à considérer que les fonds reçus du fait de l'exercice des options et bons de souscriptions sont utilisés par la société pour racheter ses propres actions sur le marché. L'effet dilutif lié à la création d'actions due à l'exercice des bons est ainsi partiellement annulé



8 Analyses de sensibilité et aléas

Nous avons commenté les principales hypothèses du plan d'affaires, et avons présenté des tests de sensibilité aux principaux critères déterminants, dont notamment le taux de marge en valeur terminale et le taux d'imposition.

Par ailleurs, nous nous sommes interrogés sur l'existence d'aléas susceptibles d'avoir une incidence favorable sur la situation financière de la Société.

Ainsi, nous avons identifié un élément, dont la probabilité de réalisation revêt un fort caractère d'incertitude, mais dont il doit être tenu compte, en particulier dans la perspective du retrait obligatoire.

Le 16 juin 2017, le fonds d'investissement CHARITY & INVESTMENT MERGER ARBITRAGE (CIMA), actionnaire minoritaire de SFR GROUP, aurait déposé une plainte pénale devant le TGI de Paris.

Nous avons examiné les points contestés par CIMA. Pour ce qui est de la marque, aucune redevance de marque n'est prise en compte dans le plan d'affaires. Les loyers suite au déménagement ont globalement un impact positif qui est retenu dans le plan d'affaires.

Le 8 novembre 2016, l'Autorité de la Concurrence a sanctionné solidairement ALTICE LUXEMBOURG et SFR GROUP, à hauteur de 80M€ pour avoir réalisé de manière anticipée, deux opérations notifiées en 2014 (« gun-jumping »)³⁹.

Cette amende a été intégralement supportée par SFR GROUP. Nous avons mesuré l'impact positif sur la valeur de l'action SFR GROUP qui résulterait d'une nouvelle répartition de l'amende.

Impact d'une nouvelle répartition de l'amende ADLC sur la valeur de l'action SFR GROUP (en €)

Montant supporté par SFR Group (en M€)				
80	70	60	50	40
0,00	0,02	0,05	0,07	0,09

Ainsi, dans le cas où l'action judiciaire menée par CIMA aboutirait à une prise en charge de 50% de l'amende par ALTICE Luxembourg, l'impact sur la valeur de l'action SFR GROUP serait au maximum de +0,09€.

³⁹ Décision n°16-D-24 du 8 novembre 2016



9 Accords connexes

Le projet de note d'information ne mentionne pas d'accord pouvant avoir une influence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.

Comme indiqué ci-avant (cf. § 6.2), les contrats d'échange conclus entre ALTICE, et certains actionnaires pour l'acquisition de blocs minoritaires, nous ont été communiqués, et l'exhaustivité des engagements pris par ALTICE NV nous a été confirmée.

Certaines de ces conventions stipulent une clause dite de « top-up », prévoyant le versement au cédant de la différence de prix entre celui prévu à la date du contrat, et le prix offert à l'occasion d'une éventuelle offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire. Cette clause est usuelle dans ce genre de contexte et vise à l'égalité de traitement entre actionnaires.

Ainsi, l'analyse de ces conventions fait apparaître que ces transactions ne remettent pas en cause le prix d'Offre.



10 Appréciation du prix établi par les établissements présentateurs

JP MORGAN et BNP PARIBAS, agissant en tant qu'établissements présentateurs de l'Offre ont préparé les éléments d'appréciation du prix de l'Offre figurant à la section 4 du projet de note d'information.

Nous avons analysé ces éléments, et nous sommes rapprochés des représentants des établissements présentateurs en charge de l'évaluation pour échanger sur les méthodes et critères d'évaluation retenus, et avons obtenu son rapport d'évaluation définitif.

10.1. Choix des critères d'évaluation

Nous sommes d'accord avec les établissements présentateurs pour présenter à titre principal les méthodes suivantes :

- L'analyse du cours de bourse de SFR GROUP ;
- La méthode des flux de trésorerie actualisés ;
- L'analyse des transactions récentes intervenues sur le capital ;
- Les objectifs de cours des analystes suivant le titre SFR GROUP ;
- La méthode des comparables boursiers.

Enfin, nous sommes en accord avec les méthodes écartées, à savoir :

- La méthode des transactions comparables ;
- La méthode de l'actif net comptable réévalué ;
- La valeur de rendement ;
- La valeur liquidative.

La mise en œuvre des critères suivants appelle plusieurs remarques de notre part :

- La référence à l'Offre Publique d'Echange du 5 septembre 2016 n'a pas été présentée par les banques présentatrices, quand nous la retenons à titre indicatif ;
- La méthode de l'actif comptable consolidé, bien que considérée comme non pertinente par les banques présentatrices, est reprise à titre principal, quand nous écartons cette méthode.



10.2. Mise en œuvre des différents critères

10.2.1. Données financières

Nous retenons 444.435.512 actions, quand les banques présentatrices retiennent 444 millions d'actions⁴⁰.

Cette différence, compte tenu du nombre important d'actions, a un impact peu significatif sur la valeur de l'action.

Les établissements présentateurs retiennent une dette financière nette ajustée de 18.213M€, quand nous retenons 18.479M€. L'écart provient principalement de la valeur des autres éléments assimilables à de la dette, et plus particulièrement de l'actualisation des flux liés à la CVAE et aux déficits reportables.

La différence entre la dette financière nette présentée par les banques présentatrices (15.824M€), et notre calcul (16.680M€) est uniquement liée au fait que certains éléments (titrisation, reverse factoring...) sont considérés comme des autres éléments assimilables à de la dette par les banques, quand nous les incluons dans le calcul de la dette financière nette.

Ces différences d'appréciation sont en lien avec les divergences constatées sur les extrapolations des BP Management, qui seront détaillées en §10.2.3.

10.2.2. Analyse du cours de bourse de la Société

L'analyse du cours de bourse menée par les établissements présentateurs n'appelle pas de remarque de notre part.

⁴⁰ Tel que mentionné dans le projet de note d'information déposé le 4 septembre 2017



10.2.3. Flux de trésorerie actualisés

Concernant les prévisions considérées

La Société a transmis un plan d'affaires sur la période 2017-2021, que nous avons extrapolé jusqu'en 2027. Les établissements présentateurs ont retenu la même approche.

Les hypothèses considérées dans le cadre de l'extrapolation du plan d'affaires du Management ne font pas apparaître de différences majeures, à l'exception du taux de marge d'EBITDA à long terme (le taux retenu par les banques est inférieur à notre cas central), et du taux d'imposition (stable à 34,43% pour les banques présentatrices, quand nous retenons 28,9% à partir de 2020, compte tenu de la modification attendue du taux d'impôt sur les sociétés). Notre analyse de sensibilité fait également apparaître certaines différences, dans la mesure où les banques présentatrices ont mesuré la sensibilité de la valeur de l'action en fonction des taux de marge d'EBITDA et du taux de Capex/CA, alors que notre analyse de sensibilité se décline dans un premier temps sur le taux d'actualisation et de croissance à l'infini, puis sur une analyse de sensibilité à la marge d'EBITDA, dont le niveau à horizon 2027 est nettement supérieur à celui retenu par les banques présentatrices (fourchette haute de notre analyse⁴¹ de sensibilité). Ces différentes hypothèses expliquent les divergences de fourchette de valorisation détaillées ci-dessous.

S'agissant du plan d'affaires issu des prévisions des analystes, les banques présentatrices retiennent les mêmes hypothèses que pour l'extrapolation du plan d'affaires du Management et un taux d'imposition stable. Pour notre part, l'hypothèse d'amélioration de la marge d'EBITDA est maintenue également pour l'extrapolation des prévisions du consensus des analystes.

De même que les établissements présentateurs, nous n'avons pas intégré dans nos flux les déficits reportables, mais avons simulé leur consommation et retenu le montant actualisé de l'économie d'impôt dans les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres. La prise en compte des intérêts minoritaires est également effectuée de manière analogue dans nos travaux, et dans ceux de l'établissement présentateur.

Concernant le plan d'affaires relatif au Projet « Fibrer la France »⁴², les banques présentatrices mesure l'impact potentiel sur la valorisation à 1,1€ par action, quand nous extériorisons une valeur supplémentaire de 1,13€ en fourchette haute.

Concernant les hypothèses financières

Nous retenons une hypothèse de taux de croissance à l'infini de 1,5%, quand les banques présentatrices présentent un taux de croissance à l'infini de 1,25%.

Concernant le taux d'actualisation, les établissements présentateurs de l'Offre retiennent un taux de 6,75%, quand nous retenons 7%. Cette différence est notamment liée au taux d'imposition retenu par les banques de 34,43%, contre 28,9% dans notre approche.

⁴¹ Tel que décrit en §6.4 Actualisation des flux futurs de trésorerie

⁴² Voir les « Intentions des Initiateurs pour les douze prochains mois » (§1.2.2)



Concernant la valeur par action issue du BP Management

Alors que les établissements présentateurs retiennent une fourchette de valorisation située entre 20,0€ à 28,7€, avec une valeur centrale de 24,2€, nous retenons une fourchette comprise entre 24,64€ et 36,1€, avec une valeur centrale de 29,29€ par action.

Ces divergences sont principalement liées aux éléments mentionnés ci-avant, notamment le taux d'imposition. En effet, les banques présentatrices ont déterminé l'impact sur la baisse du taux d'imposition (28,92% à partir de 2020) à 4,8€ par action.

Concernant la valeur par action issue du BP Consensus

Alors que les établissements présentateurs retiennent une fourchette de valorisation située entre 19,3€ à 27,8€, avec une valeur centrale de 22,8€, nous retenons une fourchette comprise entre 24,65€ et 36€, avec une valeur centrale de 29,23€ par action.

Ces divergences sont principalement liées aux éléments présentés auparavant, notamment le taux d'imposition. En effet, les banques présentatrices ont déterminé l'impact sur la baisse du taux d'imposition (28,92% à partir de 2020) à 4,8€ par action.

Comparaison des valorisations mentionnées avec le prix d'Offre

Malgré les différences d'appréciation remarquées entre notre approche et l'approche des banques présentatrices, les fourchettes de valorisation affichées restent cohérentes, et ne sauraient remettre en cause le prix d'Offre de 34,5€.

10.2.4. Transactions récentes sur le capital de la Société

La mise en œuvre de ce critère par les établissements présentateurs n'appelle pas de remarque particulière de notre part.

10.2.5. Objectifs de cours des analystes

La mise en œuvre de ce critère par les établissements présentateurs n'appelle pas de remarque particulière de notre part.





10.2.6. Multiples observés sur les sociétés cotées comparables

Comme les établissements présentateurs, nous avons retenu les multiples d'EBITDA et d'EBITDA – Capex que nous appliquons aux agrégats fournis par le Management de la Société. Toutefois, les banques présentatrices ont décidé de présenter les agrégats 2017 et 2018, quand nous présentons uniquement les agrégats 2018. En effet, nous considérons que seule l'année 2018 prend pleinement en compte les impacts liés au plan de restructuration annoncé par la Direction du Groupe⁴³.

Les établissements présentateurs ont retenu un échantillon unique de sociétés comparables, quand nous avons retenu deux échantillons, en distinguant un échantillon restreint d'opérateurs et un échantillon large comprenant également des câblo-opérateurs. Il est important de rappeler que ces sociétés, peu représentées au sein de l'échantillon unique des banques présentatrices (sauf NOS, TELENET etc...), présentent de multiples de valorisation implicites plus élevés⁴⁴. Par conséquent, notre approche « large » extériorise des multiples de valorisation légèrement supérieurs à ceux des banques présentatrices.

Nous remarquons que l'ensemble des sociétés présentes dans l'échantillon des banques, à l'exception de VODAFONE PLC, figurent également dans notre échantillon large ; échantillon qui regroupe également d'autres sociétés non prises en compte par les banques présentatrices.

Les principales divergences entre nos travaux tiennent au nombre d'échantillons utilisés, ainsi qu'à la composition des échantillons de comparables.

10.2.7. Valeur issue de l'actif net consolidé

La mise en œuvre de ce critère par les établissements présentateurs n'appelle pas de remarque particulière de notre part.

⁴³ Voir notre développement (§6.5)

⁴⁴ Voir notre développement (§6.5)



10.2.8. Traitement des éléments rendus publics par l'actionnaire CIAM / CIMA contestant certains actes d'ALTICE en qualité d'actionnaire de SFR, comme des aléas pouvant impacter favorablement la situation financière de SFR

10.2.8.1. Impact financier de l'abandon de la marque SFR

Les coûts prévus en 2018 liés au « rebranding » sont inclus dans le plan d'affaires, et ont donc été repris comme tel par les banques présentatrices. Toutefois, nous avons décidé, dans le cadre de notre analyse, de retraiter cette dépense, afin de l'inclure dans notre calcul de dette nette ajustée⁴⁵. Il est important de noter que cette différence d'approche n'a pas d'impact significatif sur la valorisation du titre SFR GROUP.

10.2.8.2. Amende infligée par l'Autorité de la concurrence

Tout comme les banques présentatrices, nous avons analysé et déterminé l'impact de la répartition du paiement de l'amende de 80M€ à un montant maximum de 0,09€ par action.

10.2.8.3. Projet Quadrans

Cet impact, positif pour la valeur grâce à l'économie de loyer globale étant déjà inclus dans le Plan d'affaires⁴⁶, les établissements présentateurs ne l'ont pas repris dans les aléas.

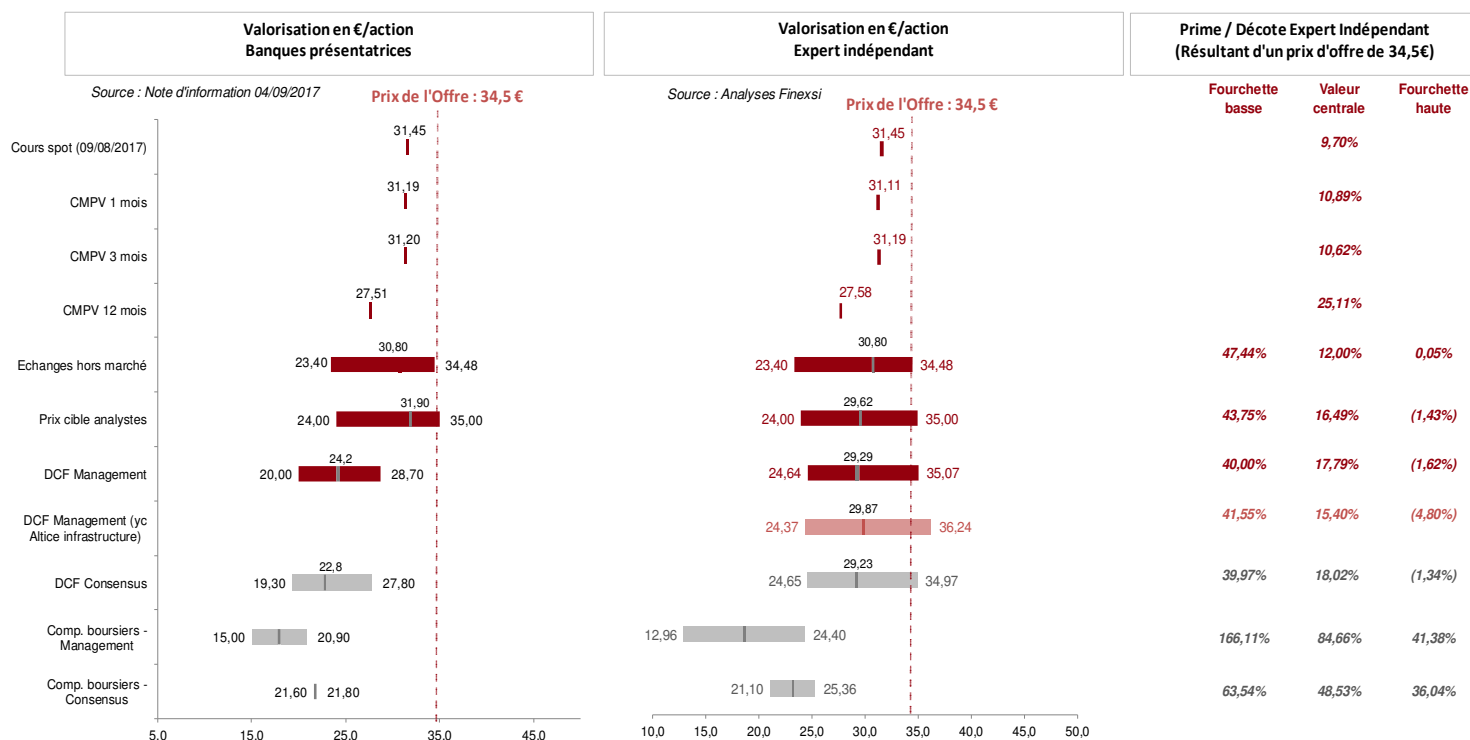
⁴⁵ Tel que présenté en §7

⁴⁶ Voir notre développement (§6.4)



11 Synthèse de la valorisation de la société SFR GROUP et appréciation du caractère équitable du prix d'Offre

La valeur par action de la société SFR GROUP, telle qu'elle ressort de nos travaux d'évaluation, se présente comme suit :



La présente Offre vise le rachat de toutes les actions SFR GROUP au prix de 34,5€ par action, par son actionnaire principal ALTICE FRANCE SA. Le prix d'Offre de 34,5€ appelle les principales remarques suivantes :

Sur les différents critères d'évaluation retenus, sans retenir l'impact d'ALTICE INFRASTRUCTURES, le prix d'Offre fait ressortir des niveaux de prime compris entre -1,62%, et 47,44%.

Nous notons que le prix de l'Offre est légèrement supérieur au prix implicite maximum extériorisé par les échanges de titres ALTICE NV / SFR GROUP hors marché, analysés sur les années 2016 et 2017. La présente Offre permet en outre aux actionnaires de SFR GROUP d'accéder à la liquidité.

Par ailleurs, les actionnaires de SFR GROUP bénéficient d'une prime de près de 10% par rapport au cours de bourse de la Société, lequel pouvait anticiper l'Offre.



Les multiples implicites de valorisation de SFR étant plus élevés que ceux de ses concurrents directs, le Prix proposé extériorise des primes très significatives par rapport aux comparables cotés.

Sur la base du critère du DCF, selon nous le plus pertinent, établi sur la base de prévisions volontaristes en termes de croissance de chiffre d'affaires et de niveau de marge, le prix d'offre se situe en haut de fourchette en intégrant des hypothèses issues de nos analyses de sensibilité sur une hausse du niveau de marge d'EBITDA au-delà des niveaux issus du consensus des analystes et du Management de la Société.

Dans ce contexte et sur ces bases, nous sommes d'avis que le prix de 34,5€ par action qu'ALTICE FRANCE SA envisage de proposer dans le cadre de la présente Offre, est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de la société SFR GROUP, y compris dans le cadre de la procédure de Retrait Obligatoire qui sera mise en œuvre à l'issue de la présente Offre.

Nous n'avons pas relevé d'accords connexes susceptibles de remettre en cause l'égalité de traitement entre les actionnaires.

Fait à Paris le 18 septembre 2017

FINEXSI EXPERT ET CONSEIL FINANCIER

Christophe LAMBERT

Olivier PERONNET



Annexe unique

Présentation du cabinet FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER :

L'activité de FINEXSI EXPERT ET CONSEIL FINANCIER (FINEXSI) s'inscrit dans le cadre des métiers réglementés par l'Ordre des Experts Comptables, et la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes. Elle regroupe principalement les activités suivantes :

- Commissariat aux comptes ;
- Acquisitions et cessions d'entreprises ;
- Apports et fusions ;
- Evaluation et expertise indépendante ;
- Assistance dans le cadre de litiges.

Pour mener à bien ces missions, le cabinet emploie des collaborateurs, dont l'essentiel à un niveau d'expérience et d'expertise élevé dans chacune de ces spécialités.

Liste des missions d'expertises indépendantes réalisées par le cabinet FINEXSI au cours des 18 derniers mois :

Date	Cible	Initiateur	Banque(s) présentatrice(s)	Opération
mars-16	Fimalac	Fimalac	Société Générale (Crédit Agricole CIB / CIC / BNP Paribas)	Offre Publique d'Achat Simplifiée portant sur ses propres titres
avr.-16	GFI	Mannai Corporation	Crédit Agricole CIB	Offre Publique d'Achat Simplifiée
avr.-16	Grand Marnier	Davide Campari Milano S.P.A	Bank of America Merrill Lynch	Offre Publique d'Achat
mai-16	SAFT	Total	BNP Paribas	Offre Publique d'Achat
oct.-16	Solocal	NA	NA	Augmentation de capital réservée
nov.-16	Ausy	Randstad	BNP Paribas	Offre Publique d'Achat
janv.-17	Areva	NA	NA	Augmentation de capital réservée
mai-17	Eurodisney	The Walt Disney Company	BNP Paribas	Offre Publique d'Achat Simplifiée
mai-17	Christian Dior	Semyrhamis (Groupe Familial Arnault)	Rothschild (Crédit Agricole CIB / Société Générale / Natixis)	Offre Publique Mixte Simplifiée
juin-17	Futuren (ex Theolia)	EDF Energies Nouvelles	Crédit Agricole CIB	Offre Publique d'Achat Simplifiée
juin-17	Banque Fédérative du Crédit Mutuel	CIC	BNP Paribas	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire





Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers :

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER adhère à l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants), association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers en application de l'article 263-1 de son Règlement Général.

Par ailleurs, FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER applique des procédures visant à protéger l'indépendance du cabinet, éviter les situations de conflits d'intérêts et contrôler, sur chaque mission, la qualité des travaux réalisés et des rapports avant leur émission.

Montant de la rémunération perçue :

Notre rémunération pour cette mission s'élève à 400K€, hors taxes, frais et débours.

Description des diligences effectuées :

Le programme de travail détaillé suivant a été mis en œuvre :

- 1 -** Prise de connaissance de l'opération et acceptation de la mission
- 2 -** Identification des risques et orientation de la mission
- 3 -** Collecte des informations et des données nécessaires à la mission :
 - Prise de connaissance des notes d'analyse sectorielle et des notes d'analyse sur les comparables de la Société
- 4 -** Appréciation du contexte de l'Offre :
 - Compréhension du processus ayant conduit à l'opération
 - Echanges avec le management de la cible
 - Echanges avec les avocats de la cible
 - Echanges avec les établissements présentateurs
- 5 -** Analyse de la transaction et de la documentation juridique liée
- 6 -** Prise de connaissance de la documentation comptable et financière de la Société
- 7 -** Revue détaillée des notes d'analystes et des consensus
- 8 -** Analyse du cours de bourse :
 - Analyse du flottant et de la liquidité
 - Analyse de l'évolution du cours
- 9 -** Revue du plan d'affaires du management
- 10 -** Mise en œuvre d'une valorisation par la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs, réalisation de tests de sensibilité et modélisation des aléas positifs





11 - Mise en œuvre des méthodes analogiques :

- Comparables boursiers
- Transactions récentes intervenues sur le capital de SFR GROUP

12 - Mise en œuvre des méthodes fondées sur les données de marché des titres :

- Cours spot et cours moyens
- Transaction intervenue sur le capital de la Société
- Objectifs de cours des analystes

13 - Obtention des lettres d'affirmation du représentant de la Société cible et d'ALTICE NV

14 - Analyse du projet de note d'information

15 - Revue indépendante

16 - Rédaction du rapport.



Calendrier de l'étude :

DATE	OBJET
12/07/2017	Réunion de lancement avec SFR GROUP et ses conseils.
20/07/2017	Session de questions-réponses avec le management de SFR (concernant notamment l'activité, le <i>current trading</i> , le plan d'affaires et les consensus d'analyste).
24/07/2017	Deuxième session de questions-réponses avec le management de SFR GROUP.
25/07/2017	Réunion avec les Etablissements Présentateurs (BNP PARIBAS, et JP MORGAN), et PERELLA WEINBERG PARTNERS concernant les sujets d'évaluation.
26/07/2017	Réunion de lancement avec les administrateurs indépendants.
01/08/2017	Réunions d'étape sur la valorisation avec les administrateurs indépendants.
11/08/2017	Réunion avec le Directeur Général Délégué de SFR concernant le plan d'affaires ALTICE INFRASTRUCTURES.
16/08/2017	Réunion complémentaire avec les Etablissements Présentateurs (BNP PARIBAS, et JP MORGAN), et PERELLA WEINBERG PARTNERS concernant les sujets d'évaluation.
18/08/2017	Réunion de présentation des résultats des travaux d'évaluation auprès du comité des administrateurs indépendants.
01/09/2017	Réunion avec le comité des administrateurs indépendants.
01/09/2017	Réunion avec le Conseil d'Administration.



Liste des principales personnes rencontrées :

SFR GROUP :

- Monsieur Michel PAULIN, *Directeur Général*
- Monsieur Regis TURRINI, *Secrétaire Général*
- Monsieur François VAUTHIER, *Directeur Financier*
- Madame Emmanuelle LEVINE, *Directeur Juridique*
- Monsieur Charles DUNTZE, *Directeur du Développement*

ALTICE :

- Monsieur Alexandre MARQUE, *Directeur Juridique*
- Monsieur Laurent HALIMI, *Senior Legal M&A Advisor*
- Monsieur Burkhard KOEP, *Directeur M&A*

Conseil financier de la Société, PERELLA WEINBERG PARTNERS

- Monsieur Arnaud DASSY, *Partner*
- Monsieur David da ROSA, *Managing Director*
- Monsieur Alexandre LANDUREN, *Director*
- Monsieur Benjamin COISNE, *Associate*
- Monsieur William HOLMES, *Analyst*

Avocat de la Société, MAYER BROWN

- Maître Arnaud PERES, *Partner*
- Maître Arnaud MOUTON, *Avocat*
- Maître Pierre-Guillaume SAGNOL, *Avocat*
- Maître Alice DECLERQ, *Avocat*

Avocat d'ALTICE, CABINET BOMPOINT

- Maître Dominique BOMPOINT, *Partner*
- Maître Vincent RAMONEDA, *Avocat*
- Maître Marie-Sarah DIB, *Avocate*

Etablissement présentateur, JP MORGAN

- Monsieur Augustin d'ANGERVILLE, *Vice-Président Investment Banking*
- Monsieur Xavier BINDEL, *Responsable de l'activité M&A*
- Madame Mélodie LAMARQUE, *Analyste*





Etablissement présentateur, BNP PARIBAS

- Monsieur Marc DEMUTH, *Managing Director*

Avocat du Conseil d'Administration de la Société, BREDIN PRAT

- Maître Didier MARTIN, *Associé*
- Maître Emmanuel MASSET, *Associé*

Sources d'information utilisées :

Informations communiquées par la société SFR GROUP

- Organigramme du groupe ;
- Statuts de la Société ;
- Procès-verbaux des Assemblées Générales 2014, 2015, 2016, et 2017 de la Société ;
- Procès-verbaux des Conseils d'Administration 2014, 2015, 2016, et 2017 de la Société ;
- Documentation relative à l'OPES de septembre 2016 ;
- Données issues du consensus des analystes suivant le titre SFR GROUP ;
- Contrats relatifs aux échanges hors marché intervenus entre octobre 2016, et août 2017 ;
- Contrats relatifs aux financements bancaires, et obligataires ;
- Plan d'affaires sur la période 2017-2021 ;
- Plan d'affaires relatif au projet « Fibrer la France », sur la période 2017-2037.

Informations de marché

- Communication financière de SFR GROUP sur les exercices 2014, 2015, 2016, et 2017 ;
- Cours de bourse, comparables boursiers, consensus de marché : CAPITAL IQ ;
- Transactions comparables : EPSILON RESEARCH ;
- Données de marchés (Taux sans risque, prime de risque, bêta...) : CAPITAL IQ, ASSOCIES EN FINANCE, BANQUE DE FRANCE, BLOOMBERG ;
- Etudes sectorielles : XERFI.

Personnel associé à la réalisation de la mission :

Les signataires, Messieurs Olivier PERONNET (associé), et Christophe LAMBERT (associé) ont été assistés de Messieurs Georges WINDSOR (superviseur), Jérémy DEGRAS (senior), Quentin BAUDESSON (analyst), et Alban DUCASSY (analyst).

La revue indépendante a été effectuée par Monsieur Lucas ROBIN, Associé du cabinet.



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

Le 5 juin 2017, la Société a désigné Perella Weinberg Partners en tant que conseil financier. Dans le cadre de sa mission, Perella Weinberg Partners a été chargé de rendre un avis quant au prix proposé, et a conclu au caractère équitable de ce dernier d'un point de vue financier pour les actionnaires de la Société autres que l'Initiateur et les sociétés de son groupe.

En qualité de conseil financier de la Société, et non d'expert indépendant, Perella Weinberg Partners a délivré au conseil d'administration de la Société un avis en date du 1^{er} septembre 2017, qui n'a pas été délivré en application de l'article 261-1 du RGAMF et ne constitue pas un « rapport d'expert indépendant », une « expertise indépendante » ou une « attestation d'équité » au sens de la réglementation française, et qui est relatif au caractère équitable d'un point de vue financier du Prix de l'Offre proposé aux actionnaires de la Société, autres que l'Initiateur et les sociétés de son groupe, sous réserve des restrictions et des hypothèses énoncées dans cet avis financier. Cet avis financier a été préparé exclusivement à l'attention du conseil d'administration de la Société et ne constitue ni une recommandation à l'attention des actionnaires de la Société d'apporter ou non leurs actions à l'Offre Publique de Retrait ni un avis, qu'il soit financier ou autre, à l'attention des créanciers ou autres co-contractants de la Société. La responsabilité de Perella Weinberg Partners ne saurait en aucun cas être recherchée, que ce soit en fait ou en droit, en ce qui concerne la remise de cet avis financier au conseil d'administration de la Société ou son contenu.

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

« Le 1^{er} septembre 2017

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

Chers membres du Conseil d'administration,

Nous comprenons que le Conseil d'administration de SFR Group S.A., société anonyme cotée de droit français (la « Société »), examine un projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire (l'« Offre ») par Altice France SA (l'« Initiateur »), filiale d'Altice N.V, société anonyme cotée de droit néerlandais, portant sur toutes les actions ordinaires de la Société non encore détenues, directement ou indirectement, par Altice N.V., y compris les actions de la Société qui pourraient être émises lors de l'exercice des options de souscription de la Société détenues par des bénéficiaires autres que l'Initiateur et les sociétés de son groupe. Conformément aux termes et conditions de l'Offre contenus dans le projet de Note d'Information Conjointe de l'Initiateur et de la Société en date du 30 août 2017 (le « Document d'Offre »), l'Initiateur propose d'offrir 34,50€ en numéraire pour chaque action de la Société visée par l'Offre (le « Prix de l'Offre »).

Vous nous avez demandé si, à notre avis, le Prix de l'Offre est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de la Société autres que l'Initiateur et les sociétés de son groupe.

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

- 1. examiné certains états financiers, projections financières et autres informations financières ou commerciales disponibles publiquement, de la Société ou s'y rapportant, y compris des rapports de recherche d'analystes sur la Société ;*

2. *examiné le plan d'affaires de la Société préparé par les dirigeants de la Société ainsi que le plan d'affaires incrémental de la Société correspondant à un scénario de déploiement accéléré de la fibre optique, tels qu'approuvés par les dirigeants de la Société pour notre utilisation dans nos travaux de valorisation (l'ensemble constituant le « Plan d'Affaires de la Société ») ;*
3. *examiné des projections financières pour la Société fondées sur le consensus de marché, telles que fournies par l'Initiateur (les « Projections du Marché concernant la Société ») ;*
4. *participé à des discussions concernant les opérations passées et présentes, la situation financière et les perspectives de la Société, y compris la croissance du chiffre d'affaires, le taux de marge des résultats d'exploitation de la Société à long terme avant intérêts, impôts, dépréciation et amortissement (« EBITDA ») et le ratio des dépenses d'investissement sur ventes (« Ratio Capex / Ventes »), avec les dirigeants de la Société y compris le Directeur Général de SFR Télécom et le Directeur Financier du groupe ;*
5. *examiné les divers documents relatifs à la situation fiscale de la Société, tels que fournis par la Société ;*
6. *comparé les performances financières de la Société avec celles de certaines sociétés cotées en bourse que nous estimons généralement pertinentes ;*
7. *examiné les historiques des cours de marché et de l'activité de marché des actions de la Société et comparé ces cours avec ceux de titres de certaines sociétés cotées que nous estimons généralement pertinentes ;*
8. *examiné les informations relatives aux opérations hors-marché réalisées par Altice N.V. sur les actions de la Société entre le 12 octobre 2016 et le 9 août 2017 ;*
9. *participé à des discussions avec certains conseils de la Société et de l'Initiateur ;*
10. *revu le projet de Document d'Offre ; et*
11. *mené d'autres études, analyses et investigations financières, et pris en compte d'autres facteurs, comme nous l'avons jugé approprié.*

Pour former notre avis, nous avons tenu pour acquises et nous sommes fondés, sans vérification indépendante, sur l'exactitude et la complétude des informations financières, juridiques, réglementaires, fiscales, comptables et autres qui nous ont été fournies ou, d'une quelconque autre manière, nous ont été communiquées ou ont été évoquées avec nous ou examinées par nos soins (y compris les informations disponibles auprès de sources publiques généralement reconnues) pour les besoins de cet avis, et nous nous sommes en outre fondés sur les affirmations des dirigeants de la Société nous assurant que de telles informations ne contenaient aucune inexactitude ou omission d'informations importantes, sans assumer une quelconque responsabilité quant à toute vérification indépendante de celles-ci. En ce qui concerne les Projections du Marché concernant la Société, les dirigeants de la Société et de l'Initiateur nous ont informés, et nous avons tenu pour acquis, avec votre accord, que ces projections ont été préparées de manière raisonnable et constituent une base raisonnable sur laquelle évaluer les perspectives financières et commerciales de la Société, et nous n'exprimons aucun avis quant aux hypothèses sur lesquelles elles sont fondées. En ce qui concerne le Plan d'Affaires de la Société, les dirigeants de la Société nous ont informés, et nous avons tenu pour acquis, avec votre accord, que ce plan d'affaires a été préparé de manière raisonnable sur des bases reflétant les meilleures estimations et jugements de bonne foi des dirigeants de la Société actuellement disponibles en ce qui concerne les sujets qu'il couvre, et nous n'exprimons aucun avis en ce qui concerne les hypothèses sur lesquelles il est fondé. Pour former notre avis, nous n'avons procédé à aucune évaluation ou estimation indépendante de l'actif ou du passif (y compris tout actif ou passif éventuel, dérivé ou hors bilan) de la Société, et nous n'avons pas reçu de telles évaluations ou estimations, et nous n'avons pris aucun engagement de procéder, ni n'avons procédé, à une quelconque inspection en personne des biens ou locaux de la Société. En outre, nous n'avons pas évalué la solvabilité des parties au projet de Document d'Offre selon les lois applicables relatives aux procédures collectives, à l'insolvabilité ou autres questions similaires. Nous avons présumé que la version finale du Document d'Offre ne différera pas à quelque égard important que ce soit du

projet que nous avons examiné, et que l'Offre sera menée à terme selon les termes définis dans le projet de Document d'Offre et qu'aucun terme compris dans une version ultérieure ou finale du Document d'Offre ne modifiera ou n'aura d'effet sur notre analyse, et qu'aucune condition y figurant ne causera de retard important dans le déroulement de l'Offre. En outre, nous avons présumé que toute approbation ou autorisation gouvernementale, réglementaire ou autre nécessaire à l'accomplissement de l'Offre sera obtenue, et que, en lien avec l'obtention de toutes les autorisations nécessaires de l'Offre, aucun retard, limite, condition ou restriction qui pourrait avoir un impact défavorable sur la Société ne sera imposé. Nous ne sommes pas des experts juridiques, réglementaires, fiscaux ou en matière d'information financière et nous nous sommes fondés, sans vérification indépendante, avec votre accord, sur les appréciations faites par la Société et ses conseillers en lien avec ces questions.

Cet avis ne porte que sur le caractère équitable d'un point de vue financier, à la date des présentes, du Prix de l'Offre pour les actionnaires de la Société autres que l'Initiateur et les sociétés de son groupe. Il ne nous a pas été demandé d'exprimer, et nous n'exprimons pas, d'avis sur quelque autre terme de l'Offre ou du Document d'Offre que ce soit, ou quelque autre document s'y rapportant ou quelque terme ou aspect de quelque contrat ou instrument envisagé dans l'Offre ou dans le Document d'Offre que ce soit, ou sur la forme ou la structure de l'Offre ou le calendrier probable selon lequel l'Offre sera menée à terme, et nous n'exprimons aucun avis ni aucune opinion au sujet de telles questions. En outre, les dirigeants de la Société nous ont informés, et nous avons tenu pour acquis, qu'il n'existait aucun accord ou engagement prévoyant quelque rémunération que ce soit en lien avec l'Offre en faveur des mandataires, dirigeants ou employés de la Société ou du groupe Altice, ou à certaines de ces personnes (à l'exception du mécanisme de liquidité relatif aux stock options, décrit dans le projet de Document d'Offre, sur lequel nous n'exprimons pas d'opinion). Nous n'exprimons aucun avis relatif aux conséquences fiscales ou autres qui pourraient résulter de l'Offre, et notre avis ne traite pas des questions juridiques, fiscales, réglementaires ou comptables, à l'égard desquelles nous comprenons que la Société a reçu les conseils qu'elle estime nécessaires de professionnels qualifiés. Nous n'exprimons aucun avis quant au caractère équitable du Prix de l'Offre ou de l'Offre pour les créanciers ou autres co-contractants de la Société. En outre, nous n'exprimons pas d'avis quant à l'impact de la transaction visée par l'Offre sur la solvabilité ou la viabilité de la Société, ou la capacité de la Société à s'acquitter de ses obligations quand elles seront échues.

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

Il est entendu que cet avis est délivré à seule fin d'information et assistance du Conseil d'administration de la Société en lien avec, et en vue de, son appréciation de l'Offre, et nulle autre personne ne peut se fonder sur cet avis de même que cet avis ne peut être utilisé par nulle autre personne, ni reproduit, diffusé, cité ou visé, en totalité ou en partie, sans notre accord écrit préalable, étant entendu par exception qu'une copie de cet avis pourra être incluse dans son intégralité dans le Document d'Offre. Cet avis n'est pas destiné à être, et ne constitue pas, une recommandation quant à la manière dont quelque actionnaire de la Société que ce soit devrait agir quant à l'Offre ou tout autre sujet. Notre avis est nécessairement fondé sur des conditions financières, économiques, de marché et autres en vigueur à la date des présentes, ainsi que l'information qui nous a été communiquée à la date des présentes. Il est expressément entendu que des évolutions ultérieures pourraient affecter cet avis (y compris, entre autres, les modifications qui pourraient être apportées au Document d'Offre) et les hypothèses sur lesquelles sa préparation a été

fondée, et nous ne sommes pas dans l'obligation de mettre à jour, réviser ni de réaffirmer cet avis. La préparation de cet avis s'est inscrite dans un processus complexe au cours duquel Perella Weinberg Partners a pris en considération les résultats de toutes ses analyses et n'a accordé un poids particulier à aucun facteur ou analyse, mais a au contraire fondé sa conclusion quant au caractère équitable sur la base de ses expérience et jugement professionnels après avoir examiné les résultats de toutes ses analyses.

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

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

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

PERELLA WEINBERG PARTNERS UK LLP »

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

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du RGAMF, le conseil d'administration de la Société s'est réuni le 1^{er} septembre 2017, sur convocation faite conformément aux statuts de la Société, à l'effet d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt et les conséquences du projet d'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Tous les membres du conseil d'administration étaient présents ou représentés, à savoir :

- M. Michel Combes (Président-Directeur général) ;
- M. Bertrand Méheut (Vice-Président du conseil d'administration) ;
- M. Bernard Attali (administrateur indépendant) ;
- Mme Angélique Benetti ;
- M. Jérémie Bonnin ;
- Mme Manon Brouillette (administrateur indépendant) ;
- Mme Anne-France Laclide (administrateur indépendant) ;
- M. Alain Weill.

Les débats et le vote sur l'avis motivé du conseil d'administration se sont tenus sous la présidence de M. Combes, en sa qualité de Président du conseil d'administration de la Société.

Perella Weinberg Partners, en tant que conseil financier de la Société, a présenté les conclusions de son analyse du Prix de l'Offre. Le cabinet Finexsi, représenté par M. Olivier Peronnet, désigné par le conseil d'administration lors de sa séance du 5 juin 2017 et confirmé le 27 juillet 2017 en qualité d'expert indépendant, a été chargé d'apprécier le caractère équitable des conditions financières de l'Offre proposées aux actionnaires de la Société et a présenté ses travaux et ses conclusions au conseil d'administration.

Les administrateurs indépendants de la Société, à savoir M. Attali, Mme Brouillette et Mme Laclide, avaient recommandé la nomination du cabinet Finexsi en tant qu'expert indépendant et de Perella Weinberg Partners en tant que banque conseil.

Les administrateurs indépendants se sont par ailleurs réunis à plusieurs reprises afin d'échanger avec l'Expert Indépendant et Perella Weinberg Partners sur la méthodologie adoptée par ceux-ci pour l'analyse multicritères et l'appréciation du Prix de l'Offre, de suivre l'avancée de leurs travaux et d'examiner le projet de note d'information conjointe, le rapport de l'Expert Indépendant et l'avis de Perella Weinberg Partners. Au terme de ce processus, les administrateurs indépendants ont présenté leurs travaux et leurs observations au conseil d'administration et ont ensemble estimé que le conseil d'administration de la Société pouvait émettre un avis favorable sur l'Offre et recommander aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre Publique de Retrait.

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

« Après avoir entendu les conclusions du rapport de l'Expert Indépendant, et des travaux de Perella Weinberg Partners, ainsi que les observations exprimées par les administrateurs indépendants, et avoir pris connaissance du projet de note d'information conjointe, le Conseil constate :

- (i) que le groupe majoritaire auquel appartient l'Initiateur détient plus de 95% du capital et des droits de vote de la Société, en tenant compte des actions susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre du fait de l'exercice d'options de souscription d'actions SFR Group ;*
- (ii) que les actions SFR Group non encore détenues par l'Initiateur et qui ne seront pas présentées à l'Offre Publique de Retrait seront transférées à l'Initiateur, dans le cadre du Retrait Obligatoire, moyennant une indemnisation d'un montant égal au prix unitaire de l'Offre Publique de Retrait, soit 34,50 euros par action SFR Group (nette de tous frais) ;*
- (iii) que l'Expert Indépendant, après avoir procédé à une approche multicritères en vue de l'évaluation de la Société, conclut au caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier, qu'il s'agisse de l'Offre Publique de Retrait ou du Retrait Obligatoire ;*
- (iv) que Perella Weinberg Partners, conseil financier de la Société, conclut également au caractère équitable, d'un point de vue financier, du Prix de l'Offre pour les actionnaires de la Société autres que l'Initiateur et les sociétés de son groupe et a dans ce sens émis une « fairness opinion » ;*
- (v) que le Prix de l'Offre fait ressortir une prime de 9,7% sur la base du cours de clôture de SFR Group au jour précédant l'annonce du projet initial d'offre publique (le 10 août 2017), de 11,2% sur la moyenne du dernier mois, de 10,6% sur la moyenne des trois derniers mois, de 13,6% sur la moyenne des six derniers mois et de 25,4% sur la moyenne des douze derniers mois ;*
- (vi) que, du fait de la radiation des actions de la Société d'Euronext Paris, l'Offre permettra à la Société de se libérer de ses obligations réglementaires et administratives liées à l'admission aux négociations de ses actions sur Euronext Paris et, dès lors, de réduire les coûts qui y sont associés ;*
- (vii) que l'Offre permet aux actionnaires minoritaires de la Société d'obtenir une liquidité immédiate, à un prix supérieur à la contre-valeur la plus élevée offerte par Altice N.V. au titre des acquisitions intervenues depuis le 5 octobre 2016.*

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

En ce qui concerne l'intérêt des actionnaires de la Société, le Conseil constate que le prix proposé par l'Initiateur de 34,50 euros par action de la Société est considéré comme équitable par l'Expert Indépendant et valorise correctement les actions détenues par les actionnaires.

En ce qui concerne l'intérêt des salariés, l'Initiateur a l'intention de s'appuyer sur les équipes en place et de poursuivre la politique de la Société en matière de gestion des ressources humaines. Le Conseil

constate que l'Offre n'aura pas d'impact sur l'emploi au sein de la Société et n'entraînera pas de modification des statuts individuels et collectifs respectifs des salariés de la Société et de ses filiales.

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

(i) d'émettre un avis favorable sur l'Offre et :

- de recommander aux actionnaires minoritaires de SFR Group d'apporter leurs actions à l'Offre Publique de Retrait,
- de formuler les recommandations ci-dessus tout en prenant acte de ce que, en toute hypothèse, les actions non présentées à l'Offre Publique de Retrait seront transférées à l'Initiateur dans le cadre du Retrait Obligatoire, le jour de négociation suivant la clôture de l'Offre Publique de Retrait et moyennant une indemnisation d'un montant égal au prix unitaire de l'Offre Publique de Retrait, soit 34,50 euros par action SFR Group, nette de tous frais,

(ii) d'approuver le projet de note d'information conjointe,

(iii) d'autoriser M. Combes, Président Directeur général, à finaliser et signer lesdits documents, et

(iv) que les 47.023 actions du contrat de liquidité conclu avec la société Exane BNP Paribas, auquel le Retrait Obligatoire mettra fin, seront transférées à l'Initiateur dans le cadre du Retrait Obligatoire. A cet égard, le Conseil prend acte de ce qu'il n'a pas à se prononcer sur l'apport de ces actions à l'Offre Publique de Retrait. En effet, aux termes du contrat de liquidité, Exane BNP Paribas est tenue d'agir en pleine indépendance, la Société s'étant engagée à ne lui transmettre aucune instruction ou information destinée à orienter ses interventions ;

étant précisé que les administrateurs qui représentent Altice N.V. ou lui sont liés (à savoir M. Combes, M. Bonnin, M. Weill, M. Méheut et Mme Benetti) ont voté conformément au sens du vote dégagé par le vote des trois administrateurs indépendants aux seules fins de permettre le respect des règles de quorum prévues par le Code de commerce. »

8. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

Pour des raisons essentiellement pratiques, les administrateurs de la Société qui détiennent des actions de la Société ont déclaré, chacun pour ce qui le concerne, qu'ils n'ont pas l'intention de les apporter à l'Offre Publique de Retrait et qu'en tout état de cause, ils verront leurs actions transférées à l'Initiateur dans le cadre du Retrait Obligatoire.

9. INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ QUANT AUX ACTIONS AUTO-DETENUES

La Société ne détient aucune action propre à la date du présent document.

A la date du présent document, 47.023 actions SFR Group sont considérées comme détenues pour le compte de la Société dans le cadre d'un contrat de liquidité conclu début 2014 avec Exane BNP Paribas. Le conseil d'administration de la Société a indiqué lors de sa réunion du 1^{er} septembre 2017 que ces actions seront transférées à l'Initiateur dans le cadre du Retrait Obligatoire et a pris acte de ce qu'il n'a pas à se prononcer sur l'apport de ces actions à l'Offre Publique de Retrait. En effet, aux termes du contrat

de liquidité, Exane BNP Paribas est tenue d'agir en pleine indépendance, la Société s'étant engagée à ne lui transmettre aucune instruction ou information destinée à orienter ses interventions.

Il est en outre précisé que l'exécution de ce contrat de liquidité a été suspendue le 10 août 2017 à la suite de l'annonce de l'Offre. Ce contrat sera ensuite résilié à l'issue du Retrait Obligatoire.

10. INFORMATIONS RELATIVES A L'INITIATEUR ET A LA SOCIETE

Conformément à l'article 231-28 du RGAMF, les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur et de la Société feront l'objet de deux documents spécifiques déposés auprès de l'AMF et mis à la disposition du public selon les modalités propres à en assurer une diffusion effective et intégrale, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre Publique de Retrait.

11. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION CONJOINTE

11.1 Pour l'Initiateur

« Conformément à l'article 231-18 du règlement général de l'AMF, à ma connaissance, les données de la présente note d'information conjointe sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Monsieur Jérémie Bonnin
Président du Conseil d'administration d'Altice France S.A.

11.2 Pour la présentation de l'Offre

« Conformément à l'article 231-18 du règlement général de l'AMF, BNP Paribas, établissement présentateur de l'Offre, atteste qu'à sa connaissance, la présentation de l'Offre qu'il a examinée sur la base des informations communiquées par l'Initiateur, et les éléments d'appréciation du prix proposé sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

BNP Paribas

« Conformément à l'article 231-18 du règlement général de l'AMF, J.P. Morgan Chase Bank N.A., agissant par l'intermédiaire de sa succursale de Paris, établissement présentateur de l'Offre, atteste qu'à sa connaissance, la présentation de l'Offre qu'il a examinée sur la base des informations communiquées par l'Initiateur, et les éléments d'appréciation du prix proposé sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

J.P. Morgan

11.3 Pour SFR Group

« Conformément à l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, à ma connaissance, les données de la présente note d'information conjointe sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Monsieur Michel Combes
Président-Directeur général de SFR Group