

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

PROJET DE NOTE D'INFORMATION
ÉTABLIE PAR LA SOCIÉTÉ



EN RÉPONSE

À L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT VISANT LES ACTIONS ET LES BONS DE SOUSCRIPTION D'ACTIONS
RACHETABLES DE LA SOCIÉTÉ MEDIAWAN INITIÉE PAR LA SOCIÉTÉ

BIDCO BRETEUIL

AGISSANT DE CONCERT AVEC GROUPE TROISIEME ŒIL, NJJ PRESSE, LES NOUVELLES EDITIONS
INDEPENDANTES, MACSF EPARGNE RETRAITE ET SHOW TOPCO S.C.A

PRIX DE L'OFFRE

12 euros par action Mediawan
0,65 euro par bon de souscription d'action rachetable de Mediawan

DUREE DE L'OFFRE

Le calendrier de l'offre sera déterminé par l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** »)
conformément à son règlement général



Le présent projet de note en réponse (le « **Projet de Note en Réponse** ») a été établi et déposé auprès de l'AMF le 10 juillet 2020, conformément aux dispositions de l'article 231-26 de son règlement général. Il a été établi conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF.

Le projet d'offre et le présent Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.

AVIS IMPORTANT

En application des articles 231-19 et 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF (« **RGAMF** »), le rapport du cabinet Associés en Evaluation et Expertise Financière, représenté par Madame Sonia Bonnet-Bernard, agissant en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** »), est inclus dans le présent Projet de Note en Réponse.

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de Mediawan seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre, conformément aux dispositions de l'article 231-28 du RGAMF.

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Un communiqué sera diffusé, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre, pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces documents.

Le Projet de Note en Réponse est disponible sur les sites Internet de Mediawan (www.mediawan.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) et peut être obtenu sans frais au siège social de Mediawan, 46, avenue de Breteuil, 75007 Paris.

TABLE DES MATIERES

1.	RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE	5
1.1	Présentation de l'Offre	5
1.2	Contexte et motifs de l'Offre.....	7
1.3	Rappel des principaux termes de l'Offre.....	8
1.4	Calendrier indicatif de l'Offre	13
1.5	Procédure d'apport à l'Offre	15
1.6	Restrictions concernant l'Offre à l'étranger	16
1.7	Seuil de Caducité et Seuil de Renonciation	18
2.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE	19
3.	INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE	27
4.	INTENTION DE LA SOCIETE QUANT AUX ACTIONS AUTO-DETENUES	28
5.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT.....	28
6.	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE.....	30
6.1	Accord de Consortium	30
6.2	Pacte d'actionnaires relatif à l'Initiateur et aux filiales qu'il contrôle.....	33
6.3	Modalités d'intéressement au niveau de l'Initiateur et de la Société.....	37
6.4	Mécanisme de liquidité	37
6.5	Autres accords.....	37
7.	ELEMENTS CONCERNANT LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR LE DEROULEMENT DE L'OFFRE.....	37
7.1	Structure du capital de la Société	37
7.2	Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'actions	39
7.3	Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions – clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce	39
7.4	Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de Commerce.....	39
7.5	Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et la description de ceux-ci	40
7.6	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	40
7.7	Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert des actions ou à l'exercice des droits de vote.....	40
7.8	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Directoire, ainsi qu'à la modification des statuts de la Société	41

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

7.9	Pouvoirs du Directoire, en particulier en matière d'émission ou de rachats d'actions	41
7.10	Accords conclus impactés en cas de changement de contrôle de la Société	43
7.11	Accords d'indemnités aux membres du Directoire ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique.....	43
7.12	Mesures susceptibles de faire échouer l'Offre que la Société a mises en œuvre ou décide de mettre en œuvre	43
8.	MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE	43
9.	PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE EN REPONSE	44

1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE

1.1 Présentation de l'Offre

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 232-1 et suivants du RGAMF, BidCo Breteuil, une société par actions simplifiée dont le siège social est situé 46, avenue de Breteuil, 75007 Paris, immatriculée auprès du registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 884 631 482 (l'« **Initiateur** »), agissant de concert au sens de l'article L. 233-10 du Code de commerce avec Groupe Troisième Œil, NJJ Presse et Les Nouvelles Editions Indépendantes (les « **Fondateurs** »)¹, MACSF Epargne Retraite (« **MASCF** »), actionnaire de la Société depuis mars 2017 représenté au Conseil de surveillance et SHOW TopCo S.C.A (« **SHOW TopCo** »), société de droit luxembourgeois contrôlée indirectement par KKR & Co. Inc., propose de manière irrévocable à l'ensemble des actionnaires et porteurs de bons de souscription d'actions rachetables (les « **BSAR** ») de la société Mediawan, société anonyme à directoire et conseil de surveillance dont le siège social est situé 46, avenue de Breteuil, 75007 Paris, immatriculée auprès du registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 815 286 398 (« **Mediawan** » ou la « **Société** »), d'acquérir, en numéraire, dans le cadre d'une offre publique d'achat dont les conditions sont décrites dans le projet de note d'information établi par l'Initiateur (le « **Projet de Note d'Information** ») (i) la totalité de leurs actions Mediawan au prix de 12 euros par action et (ii) la totalité de leurs BSAR au prix de 0,65 euro par BSAR (l'« **Offre** »).

Les Fondateurs, MACSF et SHOW TopCo sont ci-après désignés ensemble le « **Consortium** » et, avec l'Initiateur, le « **Concert** ».

Les actions et les BSAR de Mediawan (ci-après désignés ensemble les « **Titres** ») sont, à l'exception des BSAR Fondateurs (tel que ce terme est défini ci-après) admis aux négociations sur le compartiment B du marché réglementé d'Euronext Paris (« **Euronext Paris** ») respectivement sous les codes ISIN FR0013247137 (mnémonique : MDW) et ISIN FR0013128907 (mnémonique : MDW BS).

A la date du présent Projet de Note en Réponse et à la connaissance de la Société, l'Initiateur et les membres du Consortium détiennent ensemble, 8.780.815 actions de la Société représentant 27,31% du capital et des droits de vote théoriques de la Société sur la base d'un nombre total de 32.147.961 actions représentant autant de droits de vote de la Société, en application de l'article 223-11 du RGAMF, et 594.315 BSAR de la Société non cotés (les « **BSAR Fondateurs** ») souscrits à l'occasion de l'introduction en bourse de la Société.

L'Offre porte sur :

- la totalité des actions de la Société non détenues, directement ou indirectement, par l'un des membres du Concert à la date du présent Projet de Note en Réponse :
 - (i) qui sont d'ores et déjà émises, soit, à la date du présent Projet de Note en Réponse, un maximum de 23.367.146 actions de la Société ;
 - (ii) qui seraient susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre ou de l'Offre Réouverte à raison de l'exercice des BSAR non détenus, directement ou indirectement, par l'un des membres du Concert, soit, à la date du présent Projet de Note en Réponse, un maximum de 10.740.054 actions ;

¹ Groupe Troisième Œil, NJJ Presse et Les Nouvelles Editions Indépendantes sont respectivement contrôlées par Pierre-Antoine Capton, Xavier Niel et Matthieu Pigasse.

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

soit, à la date du présent Projet de Note en Réponse, un nombre maximal d'actions visées par l'Offre égal à 34.107.200, déterminé comme suit :

Actions existantes	32.147.961
<i>moins</i> les actions détenues par les membres du Concert	8.780.815
<i>plus</i> les actions qui seraient susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre ou de l'Offre Réouverte à raison de l'exercice des BSAR	10.740.054
Total des actions visées par l'Offre	34.107.200

- la totalité des BSAR émis par la Société non détenus, directement ou indirectement, par l'un des membres du Concert, représentant, à la date du présent Projet de Note en Réponse, un nombre total maximum de 21.480.108 BSAR.

Il est précisé que, à la date du présent Projet de Note en Réponse, la Société a procédé à l'attribution de 1.005.410 actions gratuites de la Société (les « **Actions Gratuites** »).

Parmi ces Actions Gratuites, à la date du présent Projet de Note en Réponse, 629.407 Actions Gratuites sont acquises ou susceptibles d'être acquises à raison des plans d'attribution d'actions gratuites dont les périodes d'acquisition ou de conservation, le cas échéant, n'arriveront à échéance qu'après la clôture de l'Offre (ou, le cas échéant, après la clôture de l'Offre Réouverte) (les « **Actions Gratuites Indisponibles** »), lesquelles seront, sous réserve des cas de levée des indisponibilités prévus par les dispositions législatives ou réglementaires applicables (tels que le décès ou l'invalidité du bénéficiaire) :

- pour 607.747² d'entre elles, des Actions Gratuites dont la période d'acquisition n'aura pas expiré avant la clôture de l'Offre (ou, le cas échéant, avant la clôture de l'Offre Réouverte) qui ne sont par conséquent pas visées par l'Offre (les « **Actions Gratuites en Période d'Acquisition** ») ; et
- pour 21.660 d'entre elles, des Actions Gratuites définitivement acquises à la date du présent Projet de Note en Réponse, dont la période de conservation telle que prévue par le plan qui leur est applicable n'aura pas expiré avant la clôture de l'Offre (ou, le cas échéant, avant la clôture de l'Offre Réouverte) qui sont quant à elles visées par l'Offre et donc incluses dans les actions visées par l'Offre indiquées ci-dessus (les « **Actions Gratuites en Période de Conservation** »).

Dans la mesure où la réglementation applicable le permet, il serait proposé aux détenteurs d'Actions Gratuites Indisponibles de bénéficier du mécanisme de liquidité décrit à la section 1.3.4 du Projet de Note d'Information et à la section 1.3.7 du présent Projet de Note en Réponse.

A la date du présent Projet de Note en Réponse, il n'existe aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société.

L'Offre qui serait, le cas échéant, suivie d'une procédure de retrait obligatoire, sera réalisée selon la procédure normale conformément aux dispositions des articles 232-1 et suivants du RGAMF.

² Ce chiffre ne prend pas en compte les 11.252 Actions Gratuites attribuées, qui ne pourront être définitivement acquises du fait du départ de leurs bénéficiaires.

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

L'Offre est soumise au seuil de caducité légal décrit à la section 2.6.1 du Projet de Note d'Information et à la section 1.7.1 du présent Projet de Note en Réponse, ainsi qu'au seuil de renonciation décrit à la section 2.6.2 du Projet de Note d'Information et à la section 1.7.2 du présent Projet de Note en Réponse, étant précisé que l'Initiateur se réserve la faculté de renoncer purement et simplement à ce seuil de renonciation jusqu'au jour de la publication par l'AMF du résultat définitif de l'Offre.

Conformément à l'article 231-11 du RGAMF, l'Offre est également soumise à l'obtention des autorisations des autorités de la concurrence identifiées à la section 1.1.7(a) du Projet de Note d'Information et à la section 1.3.4.1 du présent Projet de Note en Réponse. L'ouverture de l'Offre est par ailleurs subordonnée à l'obtention de l'autorisation réglementaire décrite à la section 1.1.7(b) du Projet de Note d'Information et à la section 1.3.4.2 du présent Projet de Note en Réponse.

1.2 Contexte et motifs de l'Offre

La Société a été constituée en décembre 2015 par les Fondateurs sous la forme d'un SPAC³, dans le but d'acquérir une ou plusieurs sociétés cibles dans le domaine des médias et du divertissement en Europe.

Les Fondateurs ont souhaité renforcer leur participation dans la Société en s'associant avec MACSF et SHOW TopCo.

Dans ce contexte, les membres du Consortium ont conclu, le 21 juin 2020, un accord de consortium (l'« **Accord de Consortium** ») qui prévoit notamment le dépôt par le Consortium, via l'Initiateur, d'une offre publique d'achat visant les actions et les BSAR de la Société non détenus par l'Initiateur et les membres du Consortium. En application de l'Accord de Consortium, les membres du Consortium et l'Initiateur, depuis son immatriculation au registre du commerce et des sociétés de Paris le 26 juin 2020 agissent de concert vis-à-vis de la Société au sens de l'article L. 233-10 du Code de commerce. L'Accord de Consortium est plus amplement décrit à la section 1.3.1 du Projet de Note d'Information et à la section 6.1 du présent Projet de Note en Réponse.

Le Consortium a annoncé le 22 juin 2020, par voie de communiqué de presse, son intention de déposer le projet d'Offre auprès de l'AMF, lequel a été favorablement accueilli par la Société.

En cas de succès de l'Offre, l'Initiateur prendrait le contrôle de la Société. En outre, suite à la réalisation, en cas de succès de l'Offre, des apports décrits à la section 1.3.1(b) (i), (ii) et (iii) du Projet de Note d'Information et à la section 6.1.2 du présent Projet de Note en Réponse et des opérations connexes décrites à la section 1.3.1(c) (i) et (ii) du Projet de Note d'Information et à la section 6.1.3 (i) et (ii) du présent Projet de Note en Réponse, l'Initiateur serait détenu par TopCo (une société nouvellement constituée regroupant (x) HoldCo, tel que ce terme est défini ci-après, détenue par les Fondateurs, (y) Groupe Troisième Œil et (z) MACSF) et SHOW TopCo.

³ *Special Purpose Acquisition Company*. La Société a été constituée sous la forme d'un véhicule d'acquisition (dit "SPAC") avec l'intention de lever, dans le cadre d'un placement privé international, un montant de 250 millions d'euros, susceptible d'être porté à environ 300 millions d'euros en cas d'exercice intégral de la clause d'extension, à l'occasion de son introduction sur le compartiment professionnel du marché réglementé d'Euronext Paris (Source : communiqué de presse de la Société en date du 12 avril 2016).

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Conformément aux principes prévus dans le Pacte d'Actionnaires (tel que ce terme est défini ci-après et plus amplement détaillé en section 1.3.2 du Projet de Note d'Information et en section 6.2 du présent Projet de Note en Réponse), TopCo aurait le contrôle exclusif, au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce, de l'Initiateur. TopCo serait quant à elle, indirectement via HoldCo, contrôlée par les Fondateurs qui, en cas de succès de l'Offre, prendraient donc le contrôle exclusif de l'Initiateur et, indirectement, de la Société.

Préalablement au dépôt de l'Offre, la Société a mis à disposition de l'Initiateur un certain nombre d'informations la concernant dans le cadre d'une procédure dite de « data room » conformément aux recommandations de l'AMF sur les procédures de data room figurant dans le Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée DOC-2016-08. La Société considère que cette data room ne contenait aucune information privilégiée concernant la Société qui n'aurait pas été rendue publique à la date des présentes. Il convient néanmoins d'observer que, pour la préparation du plan d'affaires visé à la section 3.1.2 du Projet de Note d'Information, les travaux ont été construits sur la base des informations publiques et d'informations complémentaires communiquées par le management de la Société prenant en compte des éléments prévisionnels pour l'atterrissage des agrégats 2020 et des tendances pour les années suivantes intégrant notamment l'impact du Covid-19. Comme rappelé à la section 3.1.2 du Projet de Note d'Information, (i) s'agissant du périmètre d'activités de Mediawan (hors acquisitions de Lagardère Studios et Good Mood Productions), il a ainsi été anticipé pour 2020, une baisse de chiffre d'affaires et d'EBITDA de respectivement 15% et 30%, (ii) s'agissant de Lagardère Studios, la Société s'attend à une baisse significative du chiffre d'affaires (-30% vs. 217 M€ en 2019) de Lagardère Studios et à une rentabilité très dégradée en raison de l'impact du Covid-19 sur les livraisons de contenus ainsi que du renouvellement de la programmation en Espagne et n'anticipe pas à moyen terme de retour de la rentabilité à son niveau de 2019, et (iii) s'agissant de Good Mood Productions, la Société ne prévoit pas d'impact majeur de la pandémie du Covid-19, le calendrier des tournages n'ayant pas été significativement décalé. Par ailleurs, s'agissant du périmètre global d'activités de Mediawan intégrant Lagardère Studios et Good Mood Productions, la prévision pour la période 2020 à 2025 correspondant à une croissance annuelle moyenne de 10% est conforme aux prévisions établies avant l'impact du Covid-19.

1.3 Rappel des principaux termes de l'Offre

1.3.1 Principaux termes de l'Offre

En application des dispositions de l'article 231-13 du RGAMF, Société Générale agissant pour le compte de l'Initiateur en qualité d'établissement présentateur, a déposé le projet d'Offre auprès de l'AMF le 3 juillet 2020, sous la forme d'une offre publique d'achat portant sur la totalité des actions et des BSAR de la Société non encore détenus à ce jour, directement ou indirectement, par l'Initiateur ou l'un des membres du Consortium.

L'Offre sera réalisée selon la procédure normale régie par les articles 232-1 et suivants du RGAMF.

L'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir auprès des actionnaires de la Société, payable uniquement en numéraire, pendant la période d'Offre : (i) la totalité des actions de la Société apportées à l'Offre, au prix de 12 euros par action, auprès des actionnaires de la Société ainsi que (ii) la totalité des BSAR apportés à l'Offre, au prix de 0,65 euro par BSAR auprès des porteurs desdits BSAR, sous réserve des ajustements décrits à la section 2.2 du Projet de Note d'Information et à la section 1.3.2 du présent Projet de Note en Réponse.

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Société Générale, en qualité d'établissement présentateur, garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du RGAMF.

1.3.2 Ajustement des termes de l'Offre

Dans l'hypothèse où entre la date du Projet de Note d'Information et la date du règlement-livraison de l'Offre ou de l'Offre Réouverte (incluse), la Société procéderait sous quelque forme que ce soit à (i) une distribution de dividende, d'un acompte sur dividende, de réserve, de prime, ou toute autre distribution (en numéraire ou en nature), ou (ii) à un amortissement ou une réduction de son capital social, et dans les deux cas, dont la date de détachement ou la date de référence à laquelle il faut être actionnaire pour y avoir droit est fixée avant la date du règlement-livraison de l'Offre ou de l'Offre Réouverte (selon le cas), le prix d'Offre par action et par BSAR serait ajusté en conséquence pour tenir compte de cette opération, étant précisé que (i) dans le cas où l'opération aurait lieu entre la date du règlement-livraison de l'Offre (exclue) et la date du règlement-livraison de l'Offre Réouverte (incluse), seul le prix de l'Offre Réouverte serait ajusté et que (ii) le prix d'Offre par action serait ajusté à l'euro l'euro.

De même, dans l'éventualité où les termes et conditions des BSAR seraient modifiés entre la date du Projet de Note d'Information et la date du règlement-livraison de l'Offre ou de l'Offre Réouverte (incluse), le prix par BSAR serait ajusté.

Tout ajustement du prix d'Offre sera soumis à l'accord préalable de l'AMF et fera l'objet de la publication d'un communiqué de presse.

1.3.3 Intentions concernant le maintien de la cotation de la Société à l'issue de l'Offre

1.3.3.1 *Retrait obligatoire*

Le Projet de Note d'Information indique que conformément aux dispositions de l'article L. 433-4 II du Code monétaire et financier et des articles 232-4 et 237-1 et suivants du RGAMF, dans le cas où, à l'issue de l'Offre, le nombre d'actions de la Société non présentées par les actionnaires minoritaires (à l'exception des actions auto-détenues et des Actions Gratuites qui feraient l'objet du Mécanisme de Liquidité décrit à la section 1.3.4 du Projet de Note d'Information et à la section 1.3.7 du présent Projet de Note en Réponse) ne représenteraient pas plus de 10% du capital et des droits de vote de la Société, l'Initiateur se réserve le droit de demander à l'AMF la mise en œuvre, dans un délai de dix (10) jours de négociation à compter de la publication de l'avis de résultat de l'Offre, ou, le cas échéant, en cas de réouverture de l'Offre, dans un délai de trois (3) mois à l'issue de la clôture de l'Offre Réouverte, d'une procédure de retrait obligatoire afin de se voir transférer les actions de la Société non présentées à l'Offre (autres que les actions auto-détenues et les Actions Gratuites qui feraient l'objet du Mécanisme de Liquidité décrit à la section 1.3.4 du Projet de Note d'Information et à la section 1.3.7 du présent Projet de Note en Réponse), moyennant une indemnisation unitaire égale au prix d'Offre.

L'Initiateur se réserve également la possibilité, dans le cas où, à l'issue de l'Offre, les actions susceptibles d'être créées par souscription des BSAR de la Société non présentés à l'Offre, une fois additionnées avec les actions de la Société existantes non présentées à l'Offre, ne représentent pas plus de 10% de la somme des titres de capital de la Société existants et susceptibles d'être créés (à l'exception des actions auto-détenues et des Actions Gratuites qui feraient l'objet du Mécanisme de Liquidité décrit à la section 1.3.4 du Projet de Note d'Information et à la section 1.3.7 du présent Projet de Note en Réponse), de demander à l'AMF, dans un délai de dix (10) jours de négociation à compter de la publication de l'avis de résultat de l'Offre, ou, le cas échéant, en cas de réouverture de l'Offre,

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

dans un délai de trois (3) mois à l'issue de la clôture de l'Offre Réouverte, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire visant les BSAR de la Société non présentés à l'Offre, moyennant une indemnisation unitaire égale au prix d'Offre.

Dans l'hypothèse où l'Initiateur ne serait pas en mesure, à l'issue de l'Offre ou de l'Offre Réouverte, de mettre en œuvre un retrait obligatoire, il se réserve la possibilité de déposer un projet d'offre publique, suivie le cas échéant, d'un retrait obligatoire visant les Titres qu'il ne détiendrait pas, directement ou indirectement, seul ou de concert à cette date. Dans ce cadre, l'Initiateur n'exclut pas d'accroître sa participation dans la Société postérieurement à l'issue de l'Offre et préalablement au dépôt d'une nouvelle offre dans le respect des dispositions légales et réglementaires applicables. Dans ce cas, l'offre publique sera soumise au contrôle de l'AMF, qui se prononcera sur la conformité de celle-ci au vu notamment du rapport de l'expert indépendant qui sera désigné conformément aux dispositions de l'article 261-1 I et II du RGAMF.

1.3.3.2 Radiation d'Euronext Paris

Le Projet de Note d'Information indique que dans l'hypothèse où l'Initiateur ne mettrait pas en œuvre une procédure de retrait obligatoire, l'Initiateur se réserve la possibilité de demander à Euronext Paris la radiation des Titres de la Société d'Euronext Paris. Il est rappelé qu'Euronext Paris ne pourra accepter cette demande que si les conditions d'une telle radiation sont réunies au regard de ses règles de marché.

1.3.4 Autorisations réglementaire, administratives et en droit de la concurrence

1.3.4.1 Autorisations des autorités de la concurrence

Conformément aux dispositions de l'article 231-11 du RGAMF, l'Offre est soumise à la condition suspensive de l'obtention des autorisations au titre du contrôle des concentrations des autorités de la concurrence française, allemande et autrichienne.

L'AMF fixera la date de clôture de l'Offre dès réception des autorisations précitées ou, le cas échéant, de la renonciation par l'Initiateur à cette condition.

Un projet de formulaire de notification a été adressé en pré-notification le 2 juillet 2020 auprès de l'autorité de la concurrence française et des notifications formelles ont été déposées auprès des autorités de la concurrence allemande et autrichienne également le 2 juillet 2020.

Conformément aux dispositions de l'article 231-11 du RGAMF, l'Offre sera automatiquement caduque dès lors que l'Offre ferait l'objet de l'engagement de la procédure prévue à l'article L. 430-5 (III), troisième tiret, du Code de commerce par l'autorité de la concurrence française ou de l'engagement d'une procédure de même nature (ou de même nature que la procédure prévue à l'article 6-1 c du règlement (CE) n° 139/2004) par l'autorité de la concurrence allemande ou autrichienne.

1.3.4.2 Autorisation du Gouvernement du Luxembourg

En vertu des dispositions de l'article 231-32 du RGAMF, l'ouverture de l'Offre est subordonnée à l'obtention de l'autorisation du Gouvernement du Luxembourg (en application de la réglementation audiovisuelle du Luxembourg).

L'AMF fixera la date d'ouverture de l'Offre dès réception de l'autorisation précitée.

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Une demande d'autorisation préalable a été déposée le 27 juin 2020.

1.3.5 Capital social et valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société

A la date du présent Projet de Note en Réponse, le capital social est réparti ainsi qu'il est indiqué à la section 7.1 du présent Projet de Note en Réponse.

A la date du présent Projet de Note en Réponse, il existe 22.074.423 BSAR exerçables émis par la Société, lesquels se décomposent de la manière suivante :

- 21.480.108 BSAR cotés, étant précisé que deux (2) BSAR donnent le droit de souscrire à une (1) action ordinaire nouvelle de la Société, moyennant un prix d'exercice global de 11,50 euros ; et
- 594.315 BSAR Fondateurs, non cotés, détenus par les Fondateurs, étant précisé que, de la même manière, deux (2) BSAR donnent le droit de souscrire à une (1) action ordinaire nouvelle de la Société, moyennant un prix d'exercice global de 11,50 euros.

A la date du présent Projet de Note en Réponse et à la connaissance de la Société :

- les membres du Concert ne détiennent aucun BSAR coté ; et
- les Fondateurs détiennent chacun 198.105 BSAR Fondateurs non cotés souscrits à l'occasion de l'introduction en bourse de la Société.

1.3.6 Actions Gratuites

Le tableau ci-dessous résume les principales caractéristiques des plans d'Actions Gratuites en cours mis en place par la Société, à la date du Projet de Note en Réponse :

Plans	Nombre de bénéficiaires	Nombre d'actions attribuées	Nombre d'actions définitivement acquises	Date d'attribution des actions	Date de fin de la période d'acquisition	Date de fin de la période de conservation	Conditions de Performance
Plan 1 Tranche 1	1	48.469	46.317	29 sept. 2017	30 sept. 2019	30 sept. 2020	✓
Plan 1 Tranche 2	1	48.469	N/A	29 sept. 2017	30 sept. 2021	30 sept. 2022	✓
Plan 2	2	91.508	0	7 juin 2018	6 juin 2020	6 juin 2021	✓
Plan 3	4	21.660	21.660	1 juil. 2018	30 juin 2020	30 juin 2021	✓
Plan 4 Tranche 1	2	224.774	203.578	30 juil. 2018	18 juin 2020 ⁴	N/A	✓
Plan 4 Tranche 2	2	224.774	N/A	30 juil. 2018	30 juil. 2021	N/A	✓
Plan 5	2	35.364	N/A	31 juil. 2018	31 juil. 2021	N/A ⁵	✓

⁴ Date d'émission des actions.

⁵ En raison de la qualité de membres du directoire des bénéficiaires, obligation de conservation de 60% des Actions Gratuites définitivement acquises pendant toute la durée de leur mandat. Cette obligation cesse

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Plans	Nombre de bénéficiaires	Nombre d'actions attribuées	Nombre d'actions définitivement acquises	Date d'attribution des actions	Date de fin de la période d'acquisition	Date de fin de la période de conservation	Conditions de Performance
Plan 6	2	9.000	N/A	31 juil. 2018	31 juil. 2021	N/A	✓
Plan 7	1	1.820	N/A	31 juil. 2018	10 sept. 2021	N/A	✓
Plan 8	7	22.520 ⁶	N/A	3 juin 2019	2 juin 2021	2 juin 2022	✓
Plan 9	6	16.540 ⁷	N/A	3 juin 2019	2 juin 2021	2 juin 2022	✓
Plan 10	1	35.720	N/A	3 juin 2019	2 juin 2021	2 juin 2022	✓
Plan 11	1	17.010	N/A	3 juin 2019	2 juin 2021	2 juin 2022	✓
Plan 12	3	6.804	N/A	3 juin 2019	2 juin 2021	2 juin 2022	✓
Plan 13	1	3.189	N/A	22 juin 2019	21 juin 2021	21 juin 2022	✓
Plan 14	6	9.981	N/A	22 juin 2019	21 juin 2021	21 juin 2022	✓
Plan 15	3	6.553	N/A	22 juin 2019	21 juin 2021	21 juin 2022	✓
Plan 16	7	7.690 ⁸	N/A	22 juin 2019	21 juin 2021	21 juin 2022	✓
Plan 17	5	4.131	N/A	22 juin 2019	21 juin 2021	21 juin 2022	✓
Plan 18	1	587	N/A	22 juin 2019	21 juin 2021	21 juin 2022	✓
Plan 19	3	5.849 ⁹	N/A	22 juin 2019	21 juin 2021	21 juin 2022	✓
Plan 20	2	4.388	N/A	22 juin 2019	21 juin 2021	21 juin 2022	✓
Plan 21	3	10.739	N/A	22 juin 2019	21 juin 2021	21 juin 2022	✓
Plan 22	2	48.478	N/A	2 juil. 2019	1 juil. 2022	N/A ¹⁰	✓
Plan 23	2	97.976	N/A	2 juil. 2019	1 juil. 2021	1 juil. 2022	✓
Plan 24	1	1.417	N/A	30 sept. 2019	29 sept. 2021	29 sept. 2022	✓

A la date du présent Projet de Note en Réponse, les Actions Gratuites Indisponibles se décomposent de la manière suivante :

- 607.747¹¹ Actions Gratuites en Période d'Acquisition ; et

dès lors qu'ils détiennent, de manière permanente, un montant cumulé d'actions équivalant à une année de rémunération monétaire de référence.

⁶ Parmi ces 22.520 Actions Gratuites attribuées, 3.402 Actions Gratuites ne pourront être définitivement acquises du fait du départ du bénéficiaire.

⁷ Parmi ces 16.540 Actions Gratuites attribuées, 5.358 Actions Gratuites ne pourront être définitivement acquises du fait du départ du bénéficiaire.

⁸ Parmi ces 7.690 Actions Gratuites attribuées, 716 Actions Gratuites ne pourront être définitivement acquises du fait du départ du bénéficiaire.

⁹ Parmi ces 5.849 Actions Gratuites attribuées, 1.776 Actions Gratuites ne pourront être définitivement acquises du fait du départ du bénéficiaire.

¹⁰ En raison de la qualité de membres du directoire des bénéficiaires, obligation de conservation de 60% des Actions Gratuites définitivement acquises pendant toute la durée de leur mandat. Cette obligation cesse dès lors qu'ils détiennent, de manière permanente, un montant cumulé d'actions équivalant à une année de rémunération monétaire de référence.

¹¹ Ce chiffre ne prend pas en compte les 11.252 Actions Gratuites attribuées, qui ne pourront être définitivement acquises du fait du départ de leurs bénéficiaires.

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

- 21.660 Actions Gratuites en Période de Conservation.

1.3.7 Mécanisme de Liquidité

En application de l'Accord de Consortium, les membres du Consortium sont convenus de mettre en place un mécanisme de liquidité au profit des titulaires d'Actions Gratuites Indisponibles (le « **Mécanisme de Liquidité** »).

Si les conditions du retrait obligatoire sont réunies et si l'Initiateur en demande la mise en œuvre, ce Mécanisme de Liquidité prévoirait l'engagement ferme et irrévocable du titulaire concerné de céder la totalité de ses Actions Gratuites le premier jour ouvré suivant la date d'expiration de la période de conservation prévue par le plan (ou suivant la date d'expiration de la période d'acquisition en l'absence de période de conservation prévue par le plan) (la « **Promesse de Vente** ») et, à l'expiration de la période d'exercice de la promesse de vente, l'engagement ferme et irrévocable de l'Initiateur de les acquérir (la « **Promesse d'Achat** »). Les Promesse de Vente et la Promesse d'Achat sont ci-après collectivement dénommées les « **Promesses** » et individuellement une « **Promesse** ».

En cas d'exercice d'une Promesse, le prix d'exercice par Action Gratuite sous Promesse sera déterminé à dire d'expert, en cohérence avec le prix de l'Offre, sur la base d'une formule prenant en compte le multiple d'EBITDA induit par le prix de l'Offre ainsi que la dette financière nette calculée de manière cohérente avec le prix de l'Offre.

En application de l'article L.233-9 I, 4° du Code de commerce, les Actions Gratuites pour lesquelles une Promesse aura été consentie à l'Initiateur dans le cadre du Mécanisme de Liquidité préalablement à la clôture de l'Offre et, le cas échéant, de l'Offre Réouverte, seront assimilées aux actions détenues par l'Initiateur et ne seront pas transférées à l'Initiateur dans le cadre d'un éventuel retrait obligatoire.

1.4 Calendrier indicatif de l'Offre

Conformément à l'article 231-13 du RGAMF, le projet d'Offre a été déposé auprès de l'AMF le 3 juillet 2020. Un avis de dépôt a été publié par l'AMF sur son site Internet (www.amf-france.org).

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture, et Euronext Paris publiera un avis annonçant les modalités et l'ouverture de l'Offre. La date de clôture et le calendrier de l'Offre seront publiés par l'AMF dès l'obtention des autorisations des autorités de la concurrence compétentes visées à la section 1.1.7(a) du Projet de Note d'Information et à la section 1.3.4.1 du présent Projet de Note en Réponse..

Le calendrier indicatif de l'Offre tel qu'il ressort du Projet de Note d'Information figure ci-dessous :

Dates	Principales étapes de l'Offre
3 juillet 2020	- Dépôt du Projet de Note d'Information de l'Initiateur auprès de l'AMF. - Mise à disposition du public aux sièges de l'Initiateur et de Société Générale et mise en ligne sur les sites Internet de la Société (www.mediawan.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) du Projet de Note d'Information. - Diffusion du communiqué de dépôt et de mise à disposition du Projet de Note d'Information.

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Dates	Principales étapes de l'Offre
10 juillet 2020	- Dépôt du Projet de Note en Réponse de la Société, comprenant l'avis motivé du Conseil de Surveillance de la Société et le rapport de l'expert indépendant. - Mise à disposition du public au siège de la Société et mise en ligne sur les sites Internet de la Société (www.mediawan.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) du Projet de Note en Réponse de la Société. - Diffusion du communiqué de dépôt et de mise à disposition du Projet de Note en Réponse de la Société.
Entre 21 et 28 juillet 2020	- Publication de la déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa de la note d'information de l'Initiateur et de la note en réponse de la Société. - Mise à disposition du public aux sièges de l'Initiateur et de Société Générale et mise en ligne sur les sites Internet de la Société (www.mediawan.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) de la note d'information visée. - Mise à disposition du public au siège de la Société et mise en sur les sites Internet de la Société (www.mediawan.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) de la note en réponse visée.
Entre 22 juillet et 29 juillet 2020	- Mise à disposition du public aux sièges de l'Initiateur et de Société Générale et mise en ligne sur les sites Internet de la Société (www.mediawan.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur. - Diffusion par l'Initiateur du communiqué de mise à disposition de la note d'information visée et des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur. - Mise à disposition du public au siège de la Société et mise en ligne sur les sites Internet de la Société (www.mediawan.com) et de l'AMF (www.amf-france.org) des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société. - Diffusion par la Société du communiqué de mise à disposition de la note en réponse visée et des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société. - Obtention de l'autorisation du Service des Médias du Luxembourg.
Entre 23 juillet et 30 juillet 2020	- Ouverture de l'Offre (en cas d'obtention de l'autorisation du Service des Médias du Luxembourg au plus tard entre le 22 juillet 2020 et le 29 juillet 2020, si cette autorisation n'était pas obtenue à cette date, la suite du calendrier serait décalée en conséquence).
17 août 2020	- Notification formelle à l'autorité de la concurrence française
21 septembre 2020	- Obtention de l'autorisation de l'autorité de la concurrence française - Publication par l'AMF de la date de clôture de l'Offre

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Dates	Principales étapes de l'Offre
28 septembre 2020	- Clôture de l'Offre.
2 octobre 2020	- Publication par l'AMF et Euronext de l'avis de résultat de l'Offre.
5 octobre 2020	- En cas d'issue positive de l'Offre initiale, et dans les conditions fixées à la section 2.11 du Projet de Note d'Information, réouverture de l'Offre pendant 10 jours de négociation
7 octobre 2020	- En cas d'issue positive de l'Offre, règlement-livraison de l'Offre initiale.
16 octobre 2020	- Clôture de l'Offre Réouverte.
22 octobre 2020	- Publication par l'AMF et Euronext de l'avis de résultat de l'Offre Réouverte.
27 octobre 2020	- Règlement-livraison de l'Offre Réouverte.

1.5 Procédure d'apport à l'Offre

L'Offre sera ouverte pendant une période minimale de 25 jours de négociation, cette période pouvant varier en fonction de la date d'obtention des autorisations des autorités de la concurrence compétentes visées à la section 1.1.7(a) du Projet de Note d'Information et à la section 1.3.4.1 du présent Projet de Note d'Information.

Conformément aux dispositions de l'article 232-4 du RGAMF, si l'Offre connaît une suite positive, l'Offre sera automatiquement réouverte au plus tard dans les dix jours de négociation suivant la publication du résultat définitif de l'Offre, dans des termes identiques à ceux de l'Offre (l'« **Offre Réouverte** »). Dans une telle hypothèse, l'AMF publiera le calendrier de l'Offre Réouverte, qui durera, en principe, au moins dix jours de négociation.

Les Titres apportés à l'Offre (y compris, le cas échéant, à l'Offre Réouverte) devront être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement, ou toute autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit restreignant le libre transfert de leur propriété. L'Initiateur se réserve le droit d'écarter tout Titre apporté à l'Offre qui ne répondrait pas à cette condition.

Le projet d'Offre et tous les contrats y afférents sont soumis au droit français. Tout différend ou litige, quel qu'en soit l'objet ou le fondement, se rattachant au présent projet d'Offre, sera porté devant les tribunaux compétents.

Les Titres détenus sous forme nominative devront être convertis et détenus sous forme nominative administré ou au porteur pour pouvoir être apportés à l'Offre (ou, le cas échéant, à l'Offre Réouverte).

Par conséquent, les actionnaires et les porteurs détenant leurs actions ou leurs BSAR sous forme nominative sur un compte géré par un intermédiaire financier et qui souhaitent les apporter à l'Offre devront demander la conversion sous forme nominative administré ou au porteur de ces Titres afin de les apporter à l'Offre. L'Initiateur attire l'attention des détenteurs de Titres sur le fait que ceux d'entre

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

eux qui demanderaient expressément la conversion au porteur perdraient les avantages liés à la détention des Titres sous la forme nominative.

Les détenteurs de Titres dont les Titres sont inscrits sur un compte géré par un intermédiaire financier et qui souhaitent apporter leurs Titres à l'Offre, devront délivrer un ordre d'apport à l'Offre de leurs Titres à leur intermédiaire financier, conformément aux formulaires standards fournis par leur intermédiaire financier au plus tard le dernier jour d'ouverture de l'Offre et en temps opportun afin que leur ordre puisse être exécuté. Les détenteurs de Titres sont invités à se rapprocher de leurs intermédiaires financiers pour vérifier si un délai plus court leur est applicable.

En application de l'article 232-2 du RGAMF, les ordres d'apport à l'Offre (ou, le cas échéant, à l'Offre Réouverte) des Titres pourront être révoqués à tout moment jusqu'à la date de clôture de l'Offre incluse (ou, le cas échéant, la date de clôture de l'Offre Réouverte). Après cette date, ces ordres d'apport à l'Offre deviendront irrévocables.

Chaque intermédiaire financier et l'établissement teneur des comptes nominatifs des Titres devront, à la date indiquée dans l'avis d'Euronext Paris, transférer à Euronext Paris les Titres pour lesquels ils ont reçu un ordre d'apport à l'Offre.

Après réception par Euronext Paris de tous les ordres de présentation à l'Offre dans les conditions décrites ci-dessus, Euronext Paris centralisera l'ensemble de ces ordres et déterminera le résultat de l'Offre.

Aucun frais ne sera remboursé ou payé ni aucune commission ne sera versée par l'Initiateur à un quelconque intermédiaire ou à une quelconque personne sollicitant l'apport des Titres à l'Offre, sauf en vertu d'un accord écrit conclu avec l'Initiateur ou ses affiliés. En particulier, aucun frais de courtage ni aucune taxe afférente ne seront supportés par l'Initiateur.

Aucun intérêt ne sera payé par l'Initiateur pour la période entre la date à laquelle les Titres seront apportés à l'Offre et la date à laquelle interviendra le règlement-livraison de l'Offre. Cette date de règlement-livraison sera indiquée dans l'avis de résultat qui sera publié par Euronext Paris. Le règlement et la livraison interviendront après les opérations de centralisation.

L'AMF fera connaître le résultat définitif de l'Offre au plus tard neuf jours de négociation après la clôture de l'Offre. Si l'AMF constate que l'Offre a une suite positive, Euronext Paris indiquera dans un avis la date et les modalités de livraison des Titres et de règlement des capitaux.

A la date de règlement-livraison, l'Initiateur créditera Euronext Paris des fonds correspondant au règlement de l'Offre. A cette date, les Titres apportés à l'Offre et l'ensemble des droits qui y sont attachés seront transférés à l'Initiateur. Euronext Paris effectuera le règlement espèces aux intermédiaires pour le compte de leurs clients ayant apporté leurs Titres à l'Offre à compter de la date de règlement-livraison.

Le cas échéant, l'ensemble des opérations décrites ci-dessus seront réitérées dans un séquençement identique et dans des conditions, notamment de délai, qui seront précisées dans un avis publié par Euronext Paris, dans le cadre de l'Offre Réouverte.

1.6 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

L'Offre n'a fait l'objet d'aucune demande d'enregistrement ou demande de visa auprès d'une autorité de contrôle des marchés financiers autre que l'AMF et aucune démarche ne sera effectuée en ce sens.

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

L'Offre est donc faite aux actionnaires de la Société et aux porteurs de BSAR émis par la Société, situés en France et hors de France, à condition que le droit local auquel ils sont soumis leur permette de participer à l'Offre sans nécessiter de la part de l'Initiateur l'accomplissement de formalités supplémentaires.

La diffusion du présent Projet de Note en Réponse, du Projet de Note d'Information, l'Offre, l'acceptation de l'Offre, ainsi que la livraison des Titres peuvent, dans certains pays, faire l'objet d'une réglementation spécifique ou de restrictions. En conséquence, l'Offre ne s'adresse pas aux personnes soumises à de telles restrictions, ni directement, ni indirectement, et n'est pas susceptible de faire l'objet d'une quelconque acceptation à partir d'un pays où l'Offre fait l'objet de restrictions.

Ni le présent Projet de Note en Réponse, ni le Projet de Note d'Information, ni aucun autre document relatif à l'Offre ne constituent une offre en vue de vendre ou d'acquérir des instruments financiers ou une sollicitation en vue d'une telle offre dans un quelconque pays où ce type d'offre ou de sollicitation serait illégale, ne pourrait être valablement faite, ou requerrait la publication d'un prospectus ou l'accomplissement de toute autre formalité en application du droit financier local. Les détenteurs de Titres 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.

En conséquence, les personnes en possession du présent Projet de Note en Réponse et du Projet de Note d'Information sont tenues de se renseigner sur les restrictions locales éventuellement applicables et de s'y conformer. Le non-respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables en matière boursière.

L'Initiateur décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne des restrictions légales ou réglementaires applicables.

Etats-Unis

Aucun document relatif à l'Offre, y compris le présent Projet de Note en Réponse et le Projet de Note d'Information, 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 Projet de Note en Réponse ou du Projet de Note d'Information, et aucun autre document relatif 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 détenteur de Titre ne pourra apporter ses Titres 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 Projet de Note en Réponse et du Projet de Note d'Information 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

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

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 Projet de Note en Réponse et le Projet de Note d'Information ne constituent 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.

1.7 Seuil de Caducité et Seuil de Renonciation

1.7.1 Seuil de Caducité

En application des dispositions de l'article 231-9 I du RGAMF, l'Offre sera frappée de caducité si, à la date de clôture, l'Initiateur ne détient pas, seul ou de concert, directement ou indirectement, un nombre d'actions représentant une fraction du capital ou des droits de vote de la Société supérieure à 50% (le « **Seuil de Caducité** »). La détermination de ce seuil suit les règles fixées à l'article 234-1 du RGAMF.

L'atteinte du Seuil de Caducité ne sera pas connue avant la publication par l'AMF du résultat définitif de l'Offre qui interviendra après la clôture de cette dernière.

Si le Seuil de Caducité (calculé comme indiqué ci-dessus) n'est pas atteint, l'Offre n'aura pas de suite positive et les Titres de la Société apportés à l'Offre seront restitués à leurs détenteurs, suivant la publication de l'avis de résultat informant de la caducité de l'Offre, sans qu'aucun intérêt, indemnité ou autre paiement de quelque nature que ce soit ne soit dû auxdits détenteurs.

1.7.2 Seuil de Renonciation

En sus du Seuil de Caducité, en application des dispositions de l'article 231-9 II du RGAMF, l'Offre sera caduque si à la date de clôture de l'Offre, l'Initiateur ne détient pas, seul ou de concert, directement ou indirectement, un nombre d'actions représentant une fraction du capital et des droits de vote de la Société supérieure à 55% sur une base non diluée et pleinement diluée (le « **Seuil de Renonciation** »).

Sur une base non diluée, le Seuil de Renonciation sera calculé de la manière suivante :

- (a) au numérateur, seront incluses (i) toutes les actions de la Société que l'Initiateur détient seul ou de concert, directement ou indirectement, au jour de la clôture de l'Offre (en ce compris l'ensemble des actions de la Société détenues par les membres du Concert), et (ii) toutes les actions de la Société valablement apportées à l'Offre au jour de la clôture de l'Offre ;
- (b) au dénominateur, toutes les actions existantes émises par la Société composant le capital au jour de la clôture de l'Offre.

Sur une base pleinement diluée, le Seuil de Renonciation sera calculé de la manière suivante :

- (a) au numérateur, seront incluses (i) toutes les actions de la Société que l'Initiateur détient seul ou de concert, directement ou indirectement, au jour de la clôture de l'Offre (en ce compris l'ensemble des actions de la Société détenues par les membres du Concert), (ii) toutes les

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

actions de la Société valablement apportées à l'Offre au jour de la clôture de l'Offre, et (iii) toutes les actions de la Société susceptibles d'être émises par exercice des BSAR de la Société détenus par les membres du Concert (soit les BSAR Fondateurs) et des BSAR de la Société valablement apportés à l'Offre au jour de la clôture de l'Offre ;

- (b) au dénominateur (i) toutes les actions existantes émises par la Société composant le capital au jour de la clôture de l'Offre, (ii) toutes les actions de la Société susceptibles d'être émises par exercice des BSAR de la Société (en ce compris les BSAR Fondateurs) au jour de la clôture de l'Offre et (iii) toutes les actions susceptibles d'être émises par la Société au jour de la clôture de l'Offre (en ce compris les Actions Gratuites Indisponibles).

L'atteinte du Seuil de Renonciation ne sera pas connue avant la publication par l'AMF du résultat définitif de l'Offre qui interviendra à l'issue de cette dernière.

Si le Seuil de Renonciation (calculé comme indiqué ci-avant) n'est pas atteint, et à moins que l'Initiateur n'ait décidé de renoncer au Seuil de Renonciation dans les conditions prévues aux paragraphes suivants, l'Offre n'aura pas de suite et, en conséquence, les actions et BSAR de la Société apportés à l'Offre seront restitués à leurs détenteurs sans qu'aucun intérêt, indemnité ou autre paiement de quelque nature que ce soit ne soit dû auxdits détenteurs.

Toutefois, l'Initiateur se réserve la faculté de supprimer ou d'abaisser le Seuil de Renonciation en déposant une surenchère au plus tard cinq (5) jours de négociation avant la clôture de l'Offre, conformément aux dispositions des articles 232-6 et 232-7 du RGAMF.

Par ailleurs, l'Initiateur se réserve également la faculté de renoncer purement et simplement à ce Seuil de Renonciation jusqu'au jour de la publication par l'AMF du résultat définitif de l'Offre.

2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE

Le conseil de surveillance de Mediawan est actuellement composé de huit membres comme suit :

- Monsieur Pierre Lescure, Président du conseil de surveillance ;
- Madame Cécile Cabanis, Vice-Présidente du conseil de surveillance* ;
- Madame Monica Galer ;
- Madame Anne Le Lorier* ;
- Monsieur Julien Codorniou* ;
- Monsieur Xavier Niel* ;
- Monsieur Matthieu Pigasse ; et
- Monsieur Stanislas Subra*.

* *Membres indépendants*

Conformément aux dispositions de l'article 261-1 III du Règlement Général de l'AMF et aux dispositions de la recommandation de l'AMF n°2006-15 relative à l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières, le conseil de surveillance, lors de la séance en date du 9 juin 2020, a constitué un comité *ad hoc* composé de trois membres indépendants du conseil de surveillance :

- Madame Cécile Cabanis ;
- Madame Anne Le Lorier ; et
- Monsieur Julien Codorniou.

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Sur proposition du comité *ad hoc*, le conseil de surveillance a désigné, lors de sa séance du 11 juin 2020, sur le fondement de l'article 261-1 I 2°, 4° et 5° du Règlement Général de l'AMF, le cabinet Associés en Evaluation et Expertise Financière, représenté par Madame Sonia Bonnet-Bernard, en qualité d'Expert Indépendant.

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, les membres du conseil de surveillance se sont réunis, le 10 juillet 2020, sur convocation de Monsieur Pierre Lescure, président du conseil de surveillance, à l'effet (i) d'examiner le projet d'Offre déposée par l'Initiateur visant les actions et les bons de souscription d'actions rachetables (« **BSAR** ») de la Société et (ii) de rendre un avis motivé sur l'intérêt et les conséquences de l'Offre pour la Société, ses actionnaires, les porteurs de BSAR et ses salariés.

L'ensemble des membres du conseil de surveillance étaient présents ou représentés. Madame Anne Le Lorier était représentée par Monsieur Julien Codorniou, Madame Cécile Cabanis était représentée par Madame Monica Galer et Monsieur Xavier Niel était représenté par Monsieur Matthieu Pigasse.

Le conseil de surveillance a ainsi rendu l'avis motivé suivant, à l'unanimité de ses membres, en ce compris les membres indépendants, étant précisé que les membres du conseil de surveillance en situation de conflits d'intérêts, à savoir Messieurs Pierre Lescure, Matthieu Pigasse, Xavier Niel, et Stanislas Subra, n'ont pas pris part aux délibérations et au vote.

La délibération du conseil de surveillance contenant l'avis motivé est reproduite ci-dessous :

« Il est précisé que les membres du conseil de surveillance exposés à des conflits d'intérêts, à savoir Messieurs Pierre Lescure, Matthieu Pigasse, Xavier Niel et Stanislas Subra ont décidé de ne pas prendre part aux délibérations et au vote sur l'avis motivé du conseil de surveillance portant sur l'Offre.

Il est rappelé que sur la base des informations fournies et conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, le conseil de surveillance doit rendre son avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et ses conséquences pour les salariés, la Société, ses actionnaires et les porteurs de BSAR émis par la Société.

*Après en avoir délibéré, le conseil de surveillance, connaissance prise (i) des termes de l'Offre, (ii) des motifs et intentions de l'Initiateur, des éléments de valorisation préparés par la Société Générale, établissement présentateur de l'Offre, du résumé des principaux accords en relation avec l'Offre, et, plus généralement, des informations, tels que figurant dans le projet de note d'information établi par la société BidCo Breteuil SAS et déposé auprès de l'AMF le 3 juillet 2020 (le « **Projet de note d'information** »), (iii) des éléments de valorisation et d'analyse des accords connexes, tels que figurant dans le rapport de l'Expert Indépendant en date du 10 juillet 2020, (iv) du projet de note en réponse établi par la Société et (v) de l'avis du comité *ad hoc*,*

prend acte que :

- *l'Offre s'inscrit dans la continuité de la mise en concert, le 21 juin 2020 :*

(i) *des actionnaires fondateurs de la Société : la société Groupe Troisième Œil SARL (contrôlée par Pierre-Antoine Capton), la société NJJ Presse SAS (contrôlée par Xavier Niel) et la société Les Nouvelles Editions Indépendantes SAS (contrôlée par Matthieu Pigasse) (les « **Fondateurs** ») ;*

(ii) *de MACSF Epargne Retraite SA (« **MACSF** ») ; et*

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

(iii) de Show TopCo S.C.A. une société en commandite par actions de droit luxembourgeois contrôlée indirectement par KKR & Co Inc. (ensemble, avec les Fondateurs et MACSF, le « **Consortium** ») ;

par la signature d'un accord de consortium (l'« **Accord de Consortium** ») détaillant les termes et conditions de leur association au sein de la société BidCo Breteuil SAS (l'« **Initiateur** ») ;

- l'Offre a été présentée au conseil de surveillance lors de sa réunion du 19 juin 2020, lequel l'a accueillie favorablement ;
- l'Initiateur et les membres du Consortium détiennent ensemble un total de 8.780.815 actions de la Société représentant environ 27,31% du capital social et des droits de vote de la Société et un total de 594.315 bons de souscription d'actions rachetables (« **BSAR** ») non cotés ;
- les Fondateurs se sont engagés à apporter à l'Initiateur, par voie d'apport en nature, au prix de l'Offre, l'intégralité des actions et des BSAR qu'ils détiennent dans la Société à la date de l'Accord de Consortium, sous condition suspensive du succès de l'Offre et pour autant que ces titres ne soient pas nantis, étant précisé que (i) les titres BidCo Breteuil reçus en contrepartie de cet apport seraient ensuite apportés à une société nouvellement constituée (« **TopCo** ») et (ii) les titres TopCo reçus en contrepartie de l'apport de titres BidCo Breteuil seraient apportés à une société holding, nouvellement constituée, regroupant les Fondateurs (« **HoldCo** ») ;
- MACSF s'est également engagé à apporter à BidCo Breteuil, par voie d'apport en nature, au prix de l'Offre, l'intégralité des actions qu'il détient dans la Société à la date de l'Accord de Consortium, sous condition suspensive du succès de l'Offre, étant précisé que les titres BidCo Breteuil reçus en contrepartie de cet apport seraient ensuite apportés à TopCo ;
- l'Initiateur détenant moins de 30% du capital ou des droits de vote de la Société, l'Offre revêt un caractère volontaire ;
- outre le seuil de caducité légal fixé à plus de 50% du capital ou des droits de vote, l'Offre sera caduque si, à la date de sa clôture, l'Initiateur ne détient pas, seul ou de concert, directement ou indirectement, un nombre d'actions de la Société représentant une fraction du capital et des droits de vote de la Société supérieure à 55% sur une base non diluée et sur une base pleinement diluée (en ce compris les actions et les titres de la Société détenus par le Consortium) ;
- l'Offre est soumise à la condition suspensive de l'obtention des autorisations au titre du contrôle des concentrations des autorités de la concurrence française, allemande et autrichienne ;
- l'ouverture de l'Offre reste subordonnée à l'obtention de l'autorisation du Gouvernement du Luxembourg (en application de la réglementation audiovisuelle du Luxembourg) ;
- dans l'hypothèse où il serait procédé à la mise en œuvre de la procédure de retrait obligatoire, il sera proposé aux salariés et mandataires sociaux de la Société et de ses filiales détenteurs d'actions gratuites dont les périodes d'acquisition ou, selon le cas, de conservation, n'arriveront à échéance qu'après la clôture de l'Offre et, le cas échéant, de l'offre réouverte (les « **Actions Gratuites Indisponibles** ») de bénéficier d'un mécanisme de liquidité consistant en des promesses croisées d'achat et de vente entre les bénéficiaires et l'Initiateur ;

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

relève également que :

- le prix de 12 euros par action de la Société, proposé dans le cadre de l'Offre, fait apparaître une prime de 42,3% sur le cours de clôture de la Société du 19 juin 2020 (dernier jour de négociation précédant l'annonce de l'Offre) et, respectivement de 40,7%, 58,1% et 34,4% par rapport à la moyenne des cours pondérés par les volumes de transactions sur respectivement un, trois et six mois précédant le 19 juin 2020 ;
- le prix de 0,65 euros par BSAR de la Société dans le cadre de l'Offre, fait apparaître une prime de 180,2% sur le cours de clôture de la Société du 19 juin 2020 (dernier jour de négociation précédant l'annonce de l'Offre) et, respectivement de 173,6%, 311,9% et 208,1% par rapport à la moyenne des cours pondérés par les volumes de transactions sur respectivement un, trois et six mois précédant le 19 juin 2020 ;
- le prix de l'Offre se compare favorablement à l'ensemble des critères de valorisation tels que présentés dans les éléments d'appréciation du prix de l'Offre préparée par la Société Générale, établissement présentateur de l'Offre, et figurant à la section 3 du Projet de note d'information de l'Initiateur ;

note par ailleurs que les intentions de l'Initiateur, telles que décrites dans le Projet de note d'information, sont les suivantes :

- en matière de politique industrielle, commerciale et financière de la Société, l'Initiateur a l'intention de s'appuyer sur l'équipe de direction actuelle et de poursuivre les principales orientations stratégiques mises en œuvre par la Société. Il n'a pas l'intention de modifier, en cas de succès de l'Offre, le modèle opérationnel de la Société, en dehors de l'évolution normale de l'activité ;
- en matière de composition des organes sociaux et de direction de la Société, sous réserve du succès de l'Offre, l'Initiateur a l'intention de modifier la composition des organes sociaux de la Société pour refléter son nouvel actionnariat, conformément aux principes prévus dans le pacte d'actionnaires, dont les principales stipulations sont décrites à la section 1.3.2 du Projet de note d'information, lequel entrera en vigueur sous réserve du succès de l'Offre ;
- en matière d'emploi, l'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et ne devrait pas avoir d'incidence particulière sur la politique poursuivie par la Société en matière d'effectifs et de gestion des ressources humaines ;
- en matière de synergies, l'Initiateur n'anticipe pas de générer des synergies de coûts ou de résultats à l'issue de l'Offre, dont la matérialisation serait identifiable et chiffrable à la date du Projet de note d'information ;
- l'Initiateur n'envisage pas de fusionner avec la Société ;
- en matière de dividendes, l'Initiateur se réserve la possibilité de revoir la politique de distribution de dividendes de la Société à l'issue de l'Offre, étant précisé que toute modification de la politique de distribution de dividendes se fera conformément à la loi et aux statuts de la Société, en tenant compte des capacités distributives, de la situation financière et des besoins de financement de la Société ;

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

- en matière de retrait obligatoire, l'Initiateur se réserve la possibilité de (i) demander à l'AMF la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire visant les actions et / ou les BSAR de la Société à l'issue de l'Offre (ou de l'Offre réouverte) dans l'hypothèse où les conditions légales et réglementaires seraient réunies pour ce faire, et (ii) si l'Initiateur n'était pas en mesure, à l'issue de l'Offre (ou de l'Offre réouverte), de mettre en œuvre un retrait obligatoire, il se réserve la possibilité de déposer un projet d'offre publique, suivie le cas échéant, d'un retrait obligatoire visant les titres de la Société qu'il ne détiendrait pas, directement ou indirectement, seul ou de concert à cette date ;
- dans l'hypothèse où l'Initiateur ne mettrait pas en œuvre une procédure de retrait obligatoire, il se réserve la possibilité de demander à Euronext Paris la radiation des titres de la Société d'Euronext Paris, étant précisé qu'Euronext Paris ne pourra accepter cette demande que si les conditions d'une telle radiation sont réunies au regard de ses règles de marché ;

Il est ensuite rappelé que lors de la séance du 9 juin 2020, conformément à l'article 261-1 III du Règlement Général de l'AMF et à l'instruction de l'AMF n°2006-15 relative à l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières, le conseil de surveillance a décidé de constituer un comité ad hoc composé de Mesdames Cécile Cabanis, Anne Le Lorier et de Monsieur Julien Codorniou (tous trois membres indépendants du conseil) afin (i) de proposer la nomination d'un expert indépendant, (ii) d'assurer le suivi des travaux de cet expert et d'échanger régulièrement avec lui dans le cours de l'accomplissement de ses travaux et (iii) de préparer les termes de l'avis motivé du conseil de surveillance sur l'Offre en vue d'émettre une recommandation à l'intention du conseil de surveillance.

La première réunion du comité ad hoc s'est tenue à l'issue de ce conseil de surveillance, le 9 juin 2020, avec pour objectif de sélectionner le candidat qui devrait être proposé au conseil de surveillance en qualité d'expert indépendant. Lors de ladite séance du 9 juin 2020, le comité ad hoc a sélectionné le cabinet Associés en Evaluation et Expertise Financière compte tenu notamment des compétences, de l'expérience, de la réputation professionnelle et de l'absence de conflits d'intérêts de ce cabinet ainsi que de la possibilité pour ses équipes de fournir un travail important et de qualité dans des délais serrés imposés par le calendrier envisagé de l'opération.

Le cabinet Associés en Evaluation et Expertise Financière, représenté par Madame Sonia Bonnet-Bernard confirmait, le 11 juin 2020, qu'il était indépendant au sens de l'article 261-4 du Règlement Général de l'AMF, qu'il disposait bien des moyens humains et matériels nécessaires à l'accomplissement de sa mission dans le calendrier envisagé, qu'il disposait d'une assurance ou d'une surface financière suffisante en rapport avec les risques éventuels liés à la mission et qu'il était doté d'un code de déontologie.

Sur proposition du comité ad hoc, le conseil de surveillance, sans qu'il soit besoin de mettre en concurrence le cabinet Associés en Evaluation et Expertise Financière, suivant les recommandations du comité ad hoc, lors de sa séance du 11 juin 2020, sur le fondement de l'article 261-1 I 2°, 4° et 5° du Règlement Général de l'AMF, a désigné le cabinet Associés en Evaluation et Expertise Financière, représenté par Madame Sonia Bonnet-Bernard, en qualité d'Expert Indépendant chargé d'examiner les conditions financières de l'Offre.

Une réunion de lancement des travaux de l'Expert Indépendant a eu lieu le 10 juin 2020 avec l'équipe de la Société, à l'issue de laquelle les principaux documents et informations demandés par l'Expert Indépendant lui ont été communiqués afin que ce dernier puisse débiter ses travaux.

Le comité ad hoc s'est ensuite réuni à six reprises à chaque fois en présence de l'Expert Indépendant :

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

- le 18 juin 2020, afin de faire un point d'étape sur le périmètre de la mission de l'Expert Indépendant et de discuter des méthodes retenues et des méthodes écartées de valorisation ;
- le 24 juin 2020, afin que l'Expert Indépendant puisse présenter les premiers éléments chiffrés de ses travaux relatifs à la valeur du BSAR et de discuter notamment du plan d'affaires et des paramètres DCF ;
- le 1^{er} juillet 2020, afin notamment (i) de discuter des premières hypothèses de valorisations issues de l'analyse multicritère et (ii) de répondre à diverses questions du comité ad hoc notamment sur la prise en compte de la situation pré/post covid et l'impact de la marge de Repo sur la valorisation des BSAR ;
- le 6 juillet 2020, afin notamment (i) de définir les modalités de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de Mediawan (ii) de finaliser les valeurs résultant de l'analyse multicritère pour les actions et les BSAR et (iii) de discuter de l'impact des opérations connexes (Leonine, GTO et MEP) ;
- le 8 juillet 2020, afin de faire état des derniers ajustements en vue de la finalisation du projet de rapport ; et
- le 9 juillet 2020, en amont du conseil de surveillance chargé de rendre son avis motivé sur l'Offre, afin que l'Expert Indépendant puisse présenter son rapport définitif et sa conclusion.

Le détail des interactions entre les membres du comité ad hoc et l'Expert Indépendant figure de manière exhaustive dans le rapport d'expertise du cabinet Associés en Evaluation et Expertise Financière.

Le comité ad hoc s'est notamment assuré que l'Expert Indépendant avait en sa possession l'ensemble des informations utiles pour l'exécution de sa mission et qu'il était à même de mener ses travaux dans des conditions satisfaisantes. Il indique ne pas avoir relevé d'éléments de nature à remettre en cause le bon déroulement des travaux de l'Expert Indépendant.

Au terme de sa mission, le comité ad hoc, lors de sa réunion de ce jour, après avoir pris connaissance de l'ensemble des éléments essentiels soumis au conseil de surveillance pour son avis motivé énoncés ci-dessus, a recommandé, à l'unanimité de ses membres, au conseil de surveillance, de conclure que l'Offre est dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires, des porteurs de BSAR et de ses salariés, pour les raisons ci-après développées.

« Compte tenu des diligences effectuées par l'expert indépendant et de la qualité de ses travaux dans les conditions exposées ci-dessus, les membres du comité ad hoc adhèrent sans réserve aux conclusions de l'expert indépendant telles qu'elles apparaissent dans son projet de rapport en version finale qui lui a été remis ce jour.

Corrélativement, les membres du comité ad hoc partagent à l'unanimité les conclusions de l'expert indépendant selon lesquelles les conditions financières offertes dans le projet d'offre publique déposé par BidCo Breteuil sur les actions et les BSAR de Mediawan présentent un caractère équitable.

Les membres du Comité décident à l'unanimité de recommander au conseil de surveillance de Mediawan d'émettre un avis favorable sur le projet d'offre tel qu'il lui a été présenté, estimant que l'offre est conforme aux intérêts :

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

- *des salariés de la Société, l'offre ne devant pas avoir d'incidence particulière en matière d'emploi ;*
- *de la Société, en ce que la prise de contrôle par les Fondateurs et l'adossement à un actionnaire stable aux capacités financières avérées, permettront de soutenir la stratégie de développement de la Société en France et à l'international ; et*
- *des actionnaires de la Société, car les prix par action et par BSAR paraissent équitables à l'aune de l'analyse multicritères qui ressort des travaux de l'expert indépendant, étant par ailleurs observé que :*
- *le prix offert par action représente une prime de 42,3% sur le cours de clôture de la Société du 19 juin 2020 (dernier jour de négociation précédant l'annonce de l'Offre) et, respectivement de 40,7%, 58,1% et 34,4% par rapport à la moyenne des cours pondérés par les volumes de transactions sur respectivement un, trois et six mois précédant cette même date,*
- *le prix offert aux porteurs de BSAR, représente une prime de 180,2% sur le cours de clôture de la Société du 19 juin 2020 (dernier jour de négociation précédant l'annonce de l'Offre) et, respectivement de 173,6%, 311,9% et 208,1% par rapport à la moyenne des cours pondérés par les volumes de transactions sur respectivement un, trois et six mois précédant cette même date.*

En conséquence, le Comité a préparé à l'attention du conseil de surveillance les termes de l'avis motivé figurant en Annexe. Ce projet d'avis motivé a été approuvé à l'unanimité des membres du Comité. »

Le conseil de surveillance souligne que dans le cadre de sa mission, l'Expert Indépendant a eu accès à un plan d'affaires préparé spécialement par le directoire de la Société pour les besoins de l'Offre et traduisant, à la date du dépôt de l'Offre, la meilleure estimation possible des prévisions de la Société et qu'il n'existe pas d'autres données prévisionnelles pertinentes.

Le conseil de surveillance observe que ce plan d'affaires ne fait pas état de différences significatives dans son contenu avec la communication financière antérieure de la Société. Il observe également que, pour la préparation du plan d'affaires visé à la section 3.1.2 du Projet de Note d'Information, les travaux ont été construits sur la base des informations publiques et d'informations complémentaires communiquées par le management de la Société prenant en compte des éléments prévisionnels pour l'atterrissage des agrégats 2020 et des tendances pour les années suivantes intégrant notamment l'impact du Covid-19. Comme rappelé à la section 3.1.2 du Projet de Note d'Information, (i) s'agissant du périmètre d'activités de Mediawan (hors acquisitions de Lagardère Studios et Good Mood Productions), il a ainsi été anticipé pour 2020, une baisse de chiffre d'affaires et d'EBITDA de respectivement 15% et 30%, (ii) s'agissant de Lagardère Studios, la Société s'attend à une baisse significative du chiffre d'affaires (-30% vs. 217 M€ en 2019) de Lagardère Studios et à une rentabilité très dégradée en raison de l'impact du Covid-19 sur les livraisons de contenus ainsi que du renouvellement de la programmation en Espagne et n'anticipe pas à moyen terme de retour de la rentabilité à son niveau de 2019, et (iii) s'agissant de Good Mood Productions, la Société ne prévoit pas d'impact majeur de la pandémie du Covid-19, le calendrier des tournages n'ayant pas été significativement décalé. Par ailleurs, s'agissant du périmètre global d'activités de Mediawan intégrant Lagardère Studios et Good Mood Productions, la prévision pour la période 2020 à 2025 correspondant à une croissance annuelle moyenne de 10% est conforme aux prévisions établies avant l'impact du Covid-19

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Le conseil de surveillance souligne par ailleurs que préalablement au dépôt de l'Offre, la Société a mis à disposition de l'Initiateur un certain nombre d'informations la concernant dans le cadre d'une procédure dite de « data room » conformément aux recommandations de l'AMF sur les procédures de data room figurant dans le Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée DOC-2016-08. Le conseil de surveillance prend acte du fait que cette data room ne contenait aucune information privilégiée concernant la Société qui n'aurait pas été rendue publique.

Le conseil de surveillance fait le constat de l'absence de réception de questions d'actionnaires.

Le conseil de surveillance a ensuite examiné le rapport établi par le cabinet Associés en Evaluation et Expertise Financière, sous la supervision du comité ad hoc conformément aux dispositions de l'article 261-1 III du Règlement Général de l'AMF et de l'instruction de l'AMF n°2006-15 sur l'expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières, dont il ressort des conclusions que :

« Dans ce contexte et sur ces bases, nous sommes d'avis que le prix de 12 euros par action et de 0,65 euros par BSAR que l'Initiateur propose dans le cadre de l'Offre, est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires et les porteurs de BSAR de Mediawan. L'Offre représente une fenêtre de liquidité pour les actionnaires qui le souhaitent à un prix reflétant la valeur de la Société y compris synergies anticipées des acquisitions concomitantes. »

Le conseil de surveillance a bien **pris note** :

- des conclusions de l'Expert Indépendant selon lesquelles le prix d'Offre de 12 euros par action et de 0,65 euro par BSAR est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de la Société et les porteurs de BSAR dans le cadre de l'Offre, ce notamment après avoir appliqué et comparé les principales méthodes de valorisation des titres, tant au regard du niveau de prix proposé, des conditions de l'Offre que de la teneur des accords connexes et autres accords pouvant avoir une incidence significative sur le prix de l'Offre ;
- des conclusions de l'Expert Indépendant selon lesquelles les opérations connexes et concomitantes pouvant avoir une influence significative sur l'appréciation de l'Offre, à savoir notamment, les engagements d'apports des Fondateurs et de MACSF à l'Initiateur des titres qu'ils détiennent dans la Société, la prise d'une participation minoritaire de l'Initiateur dans le capital de la société Leonine, l'acquisition par l'Initiateur des activités audiovisuelles du groupe de production Groupe Troisième Œil détenu par Monsieur Pierre-Antoine Capton, les mécanismes de rémunération et d'intéressement des dirigeants de l'Initiateur et les mécanismes de liquidité qui seraient, le cas échéant, offerts aux porteurs d'Actions Gratuites Indisponibles, ne contiennent pas de stipulations de nature à remettre en cause le caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier ; et
- des travaux réalisés par le comité ad hoc.

Après échange de vues sur le projet d'Offre, après analyse notamment du Projet de note d'information de l'Initiateur qui inclut les intentions de l'Initiateur, du projet de note en réponse établi par la Société, du rapport de l'Expert Indépendant et de l'avis du comité ad hoc, le conseil de surveillance :

décide à l'unanimité de ses membres ayant pris part au vote d'émettre un avis favorable sur le projet d'Offre tel qu'il lui a été présenté, estimant que l'Offre est conforme aux intérêts :

- des salariés de la Société, l'Offre ne devant pas avoir d'incidence particulière en matière

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

d'emploi ;

- de la Société, en ce que la prise de contrôle par les Fondateurs et l'adossement à un actionnaire long terme de la Société tel que MACSF et à un partenaire financier tel que KKR, permettra de soutenir la stratégie de développement de la Société en France et à l'international et de faire de la Société un des leaders mondiaux de la création et de la distribution de contenus audiovisuels ; et
- des actionnaires de la Société, car le prix par action représentant une prime de 42,3% sur le cours de clôture de la Société du 19 juin 2020 (dernier jour de négociation précédant l'annonce de l'Offre) et, respectivement de 40,7%, 58,1% et 34,4% par rapport à la moyenne des cours pondérés par les volumes de transactions sur respectivement un, trois et six mois précédant cette même date,
- des porteurs de BSAR, car le prix par BSAR représentant une prime de 180,2% sur le cours de clôture de la Société du 19 juin 2020 (dernier jour de négociation précédant l'annonce de l'Offre) et, respectivement de 173,6%, 311,9% et 208,1% par rapport à la moyenne des cours pondérés par les volumes de transactions sur respectivement un, trois et six mois précédant cette même date ;

décide, en conséquence, à l'unanimité de ses membres ayant pris part au vote, de recommander aux actionnaires de la Société et aux porteurs de BSAR, d'apporter leurs actions et leurs BSAR à l'Offre ;

approuve à l'unanimité de ses membres ayant pris part au vote, le projet de note en réponse de la Société, le projet de document « Autres Informations » relatif aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société ainsi que le projet de communiqué de presse relatif à l'avis motivé du conseil de surveillance ;

décide à l'unanimité de ses membres ayant pris part au vote que les 88.001 actions auto détenues par la Société ne seront pas apportées à l'Offre ; et

donne à l'unanimité de ses membres ayant pris part au vote, tous pouvoirs au président du directoire à l'effet de :

- finaliser le projet de note en réponse relatif à l'Offre, ainsi que tout autre document qui serait nécessaire dans le cadre de l'Offre, et notamment le document « Autres Informations », relatif aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société d
- signer et déposer auprès de l'AMF toute la documentation requise dans le cadre de l'Offre ;
- signer toutes attestations requises dans le cadre de l'Offre ; et
- plus généralement prendre toutes dispositions et toutes mesures nécessaires ou utiles à la réalisation de l'Offre, en ce compris conclure et signer, au nom et pour le compte de la Société, toutes opérations et documents nécessaires et afférents à la réalisation de l'Offre, notamment tout communiqué de presse. »

3. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE

A l'exception de Messieurs Xavier Niel et Matthieu Pigasse, par l'intermédiaire respectivement de NJJ Presse et Les Nouvelles Editions Indépendantes, aucun membre du Conseil de Surveillance de la Société ne détient d'actions ou de BSAR de la Société.

4. INTENTION DE LA SOCIÉTÉ QUANT AUX ACTIONS AUTO-DETENUES

A la date du présent Projet de Note en Réponse, la Société détient 88.001 actions Mediawan.

Le Conseil de Surveillance, lors de sa séance du 10 juillet 2020, a décidé, à l'unanimité, de ne pas apporter à l'Offre les 88.001 actions Mediawan auto-détenues par la Société.

5. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

En application de l'article 261-1 du RGAMF, le Conseil de Surveillance de la Société a, lors de sa séance du 11 juin 2020, désigné le cabinet Associés en Evaluation et Expertise Financière, représenté par Madame Sonia Bonnet Bernard, en qualité d'Expert Indépendant afin d'établir un rapport permettant d'apprécier le caractère équitable des conditions financières qui sont proposées aux actionnaires de la Société et aux porteurs de BSAR de la Société dans le cadre de l'Offre.

La conclusion du rapport en date du 10 juillet 2020 est reproduite ci-après :

« Le Conseil de surveillance de la Société, sur recommandation du Comité ad hoc, nous a désignés en qualité d'expert indépendant sur le fondement de l'article 261-1 du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers (« RGAMF »), et en particulier :

- en application du paragraphe I. 2°, compte tenu du fait que le président du Directoire de Mediawan et plusieurs membres de son conseil de surveillance seront parties prenantes à l'Opération et initieront indirectement l'Offre, par l'intermédiaire de BidCo Breteuil ;*
- en application du paragraphe I. 4°, du fait des opérations connexes (apport d'une partie des titres Leonine détenus par Show TopCo, vente de l'activité audiovisuelle de GTO à l'Initiateur, mise en place d'un management package) ou concomitantes à l'Offre (dont notamment l'acquisition par Mediawan de la société Lagardère Studios et de The Good Mood) susceptibles d'avoir un impact significatif sur l'appréciation du prix offert ;*
- en application du paragraphe I. 5°, compte tenu du fait que l'Offre porte sur des instruments financiers de catégories différentes (actions ordinaires et bons de souscription émis par Mediawan).*

Notre Mission consiste à porter une appréciation sur l'équité des conditions financières offertes aux actionnaires et aux porteurs de BSAR de Mediawan, société visée par l'Offre de BidCo Breteuil selon la procédure prévue à l'article 232-1 et suivants du RGAMF.

Notre mission a plus précisément consisté à : d'une part, nous assurer que les termes de l'accord de Consortium conclu entre les Fondateurs, MACSF et Show TopCo ne contenaient pas de mécanisme s'apparentant à un complément de prix pour les Fondateurs ou de disposition qui modifiait substantiellement la consistance de Mediawan après prise de contrôle par l'Initiateur (qui serait contrôlé par les Fondateurs) ; et d'autre part, nous assurer de l'équité des prix offerts pour l'action et le BSAR Mediawan au regard d'une analyse de leur valeur.

Concernant l'appréciation des termes de l'Accord :

- La gouvernance de Mediawan sera modifiée à la suite de la prise de contrôle par l'Initiateur avec notamment l'instauration de règles de majorité qualifiée pour certaines dispositions importantes, qui paraissent usuelles ;*

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

- *Les apports préalables seront réalisés sur les mêmes bases que le prix d'Offre et le mécanisme de liquidité pour les actions gratuites indisponibles en cas de mise en œuvre d'un retrait obligatoire, sera mis en place à dire d'expert en cohérence avec le prix de l'Offre.*

L'Opération comporte par ailleurs trois accords connexes que nous avons étudiés :

- *En ce qui concerne l'apport d'une participation minoritaire dans Léonine à l'Initiateur : la valeur retenue pour déterminer la parité ne semble pas sous-évaluer Leonine, cet apport (de surcroît d'une participation minoritaire) n'est donc pas de nature à constituer une contrepartie à une valeur d'apport par les Fondateurs à l'Initiateur de leurs actions Mediawan qui serait décotée ;*
- *En ce qui concerne l'acquisition de GTO bis, société appartenant à Pierre-Antoine Capton, par l'Initiateur, il nous paraît que la valeur ressortant de l'Accord est conforme aux caractéristiques de la société. Cette acquisition n'est pas susceptible de s'analyser comme un complément de prix ou de remettre en cause les conditions de l'Offre. Nous rappelons de surcroît que Pierre-Antoine Capton s'est engagé à réinvestir 50% des produits de la cession dans le cadre de l'Opération ;*
- *Le Management Equity Plan, tel que décrit dans le projet de note d'information apparaît également conforme aux pratiques d'intéressement et d'investissement des managers dans les opérations de cette nature. Il ne fait pas apparaître d'éléments de nature à remettre en cause le caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier.*

L'analyse de l'Accord incluant les accords connexes impliquant les membres du Consortium ne fait pas apparaître d'éléments susceptibles de remettre en cause l'équité de l'Offre.

Concernant l'appréciation du prix proposé aux actionnaires de Mediawan, nous observons, à l'issue de nos travaux, que le prix de 12 € par action :

- *fait ressortir une prime de 42 % sur le cours de bourse de la Société au 19 juin 2020 avant annonce de l'Opération et des primes comprises entre 33 % et 56 % sur les cours moyens pondérés par les volumes sur des périodes allant de 1 mois à 6 mois. Nous notons que le prix d'Offre extériorise également des primes significatives sur les moyennes de cours pré-covid (21 février 2020) à 1 mois (17,3%), 3 mois (17%) 6 mois (20,8%) et 1 an (13,9%) ;*
- *fait ressortir une prime de 6 % par rapport à la valeur centrale issue d'une analyse des flux futurs actualisés (DCF) sur la base du plan d'affaires établi par la Société en liaison avec l'investisseur financier hors acquisitions concomitantes de Lagardère Studios et The Good Mood. La méthode DCF reste malgré le climat d'incertitude actuel portant sur l'activité économique, la meilleure méthode pour appréhender la valeur intrinsèque de la Société. Le plan d'affaires sur lequel repose la méthode, anticipe un retour rapide à des conditions normales d'activité, se traduit par un décalage d'un an des productions prévues et une croissance soutenue du chiffre d'affaires des activités de production et gestion des droits ;*
- *offre la valeur ressortant d'une analyse DCF sur la base du plan d'affaires établi par la Société en liaison avec l'investisseur financier en intégrant les synergies attendues des acquisitions concomitantes de Lagardère Studios (non finalisée à date) et The Good Mood. Il doit être rappelé que le plan d'affaires repose sur des hypothèses économiques, dont la variation est susceptible d'entraîner des impacts sensibles sur la valeur, en particulier sur les sociétés en*

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

cours d'acquisition dont les prévisions sont par définition plus aléatoires. La valeur de 11,90 € qui ressort de l'analyse DCF y compris acquisitions concomitantes ne prend pas en compte le risque d'intégration ainsi que le poids de la dette financière nouvelle, qui auraient pu justifier l'utilisation d'un taux d'actualisation plus élevé sur les prévisions relatives aux deux sociétés nouvellement acquises. La valeur de 11,90 € intègre donc pleinement les synergies (essentiellement de coûts) sous l'hypothèse que les risques d'exécution sont pris en compte dans les flux ;

- fait ressortir une prime de 6 % par rapport aux valeurs ressortant d'une analyse des transactions comparables, utilisée à titre de recoupement. Les valeurs issues de cette méthode sont des valeurs pré-crise sanitaire car elles reposent sur des multiples d'acquisition pré-Covid appliqués aux agrégats 2019 de Mediawan. Dans cette méthode, nous avons retenu les acquisitions concomitantes de Lagardère Studios et The Good Mood à leurs prix d'acquisition (ni dilution, ni relation) ;*
- fait ressortir des primes comprises entre 19 % et 45 % par rapport aux valeurs ressortant d'une analyse des comparables boursiers présentée à titre de recoupement. Dans cette approche, l'impact des acquisitions concomitantes de Lagardère Studios et The Good Mood est une légère dilution.*

Nous observons que le prix de 0,65 € par BSAR :

- extériorise logiquement des primes significatives par rapport au cours de bourse du BSAR et à sa valeur intrinsèque, qui s'établissent respectivement à 0,23 euro et à 0,25 euro par BSAR ;*
- intègre une valeur temps compatible avec le prix de l'Offre sur l'action et notre estimation de la volatilité et de la marge de repo ;*
- se situe dans la fourchette haute des estimations du BSAR résultant de la valorisation des fonds propres selon les différentes méthodes mises en oeuvre (entre 0,09 et 0,67 euro par BSAR).*

Ainsi que mentionné dans le projet de note d'information, BidCo Breteuil n'anticipe pas de générer des synergies de coûts ou de résultats à l'issue de l'Offre, dont la matérialisation serait identifiable et chiffrable à la date du présent rapport.

Dans ce contexte et sur ces bases, nous sommes d'avis que le prix de 12 euros par action et de 0,65 euros par BSAR que l'Initiateur propose dans le cadre de l'Offre, est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires et les porteurs de BSAR de Mediawan. L'Offre représente une fenêtre de liquidité pour les actionnaires qui le souhaitent à un prix reflétant la valeur de la Société y compris synergies anticipées des acquisitions concomitantes. »

Le rapport de l'Expert Indépendant est reproduit en **Annexe** du Projet de Note en Réponse.

6. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE

6.1 Accord de Consortium

En application de l'Accord de Consortium conclu le 21 juin 2020, les membres du Consortium ont notamment convenu ce qui suit :

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

6.1.1 S'agissant de l'Offre

- (i) le dépôt de l'Offre par l'Initiateur auprès de l'AMF, au nom du Consortium ;
- (ii) un engagement de chacun des membres du Consortium de ne prendre aucune décision importante concernant l'Offre sans avoir au préalable recueilli l'accord de trois (3) des cinq (5) membres du Consortium (en ce compris SHOW TopCo), étant précisé que cet accord devra être obtenu pour toute modification des termes et conditions de l'Offre, en ce compris l'augmentation du prix de l'Offre ou pour tout retrait de l'Offre en cas d'offre concurrente à la présente Offre ;
- (iii) un engagement de chacun des membres du Consortium de faciliter la réalisation de l'Offre et de ne prendre aucune action qui serait susceptible de porter atteinte à l'Offre ;
- (iv) les modalités de financement de l'Offre ;
- (v) un engagement des Fondateurs de prendre les mesures utiles pour l'obtention des autorisations des autorités de la concurrence compétentes, dans les meilleurs délais ;
- (vi) un engagement de chacun des membres du Consortium, pour une période expirant à la plus proche des dates entre : douze (12) mois suivant la date de l'Accord de Consortium et six (6) mois suivant la date à laquelle l'Offre serait déclarée sans suite positive, de (i) ne pas favoriser, initier, encourager, directement ou indirectement, un projet concurrent, et ne prendre part à aucune négociation concernant un tel projet, (ii) cesser toute discussion ou négociation qui aurait pu exister avant l'Accord de Consortium susceptible de donner lieu à un projet concurrent, (iii) ne pas se lier à d'autres partenaires en vue d'un projet concurrent, (iv) ne pas apporter ses titres à une offre publique concurrente, et (v) ne pas voter en faveur d'un projet concurrent (sauf si le Conseil de Surveillance de la Société décide que l'offre concurrente est plus favorable pour la Société) ;
- (vii) un engagement de chacun des membres du Consortium, pendant la durée de l'Accord de Consortium, de ne pas acquérir de titres de la Société (autres que dans le cadre de l'Offre ou avec l'accord des autres membres du Consortium) et ne prendre aucune action qui pourrait entraîner l'obligation d'augmenter le prix de l'Offre ou de déposer une offre publique obligatoire.

6.1.2 S'agissant de l'apport des Titres de la Société à l'Initiateur

- (i) l'apport en nature par les Fondateurs et MACSF à l'Initiateur de l'intégralité des actions et des BSAR qu'ils détiennent dans la Société à la date de l'Accord de Consortium, au prix d'Offre, et sous condition suspensive du succès de l'Offre et pour autant que ces titres ne soient pas nantis ;
- (ii) l'apport en nature par les Fondateurs et MACSF à une société nouvellement constituée (« **TopCo** ») de l'intégralité des titres de l'Initiateur reçus en contrepartie de l'apport visé au paragraphe (i) ci-dessus, à une valeur d'apport retenue dans le cadre de l'apport visé au paragraphe (i) ci-dessus, et sous condition suspensive du succès de l'Offre ;
- (iii) l'apport en nature par les Fondateurs à HoldCo, une société holding nouvellement constituée regroupant les Fondateurs (« **HoldCo** ») de l'intégralité des titres de TopCo reçus en

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

contrepartie de l'apport visé au paragraphe (ii) ci-dessus, à une valeur d'apport retenue dans le cadre de l'apport visé au paragraphe (ii) ci-dessus, et sous condition suspensive du succès de l'Offre.

6.1.3 S'agissant des opérations connexes

- (i) un engagement de Groupe Troisième Œil de faire en sorte que GTO Bis, une société par actions simplifiée dont le siège social est situé 46-50 avenue de Breteuil, 75007 Paris, immatriculée auprès du Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 841 448 673 (« **GTO Bis** ») regroupant les activités audiovisuelles de Groupe Troisième Œil et un engagement des Fondateurs de faire en sorte que l'Initiateur, négocie de bonne foi, sous réserve de travaux de due diligence confirmatoires satisfaisants pour le Consortium, un contrat de cession d'actions portant sur la cession à l'Initiateur de l'intégralité des actions de la société GTO Bis détenues par Groupe Troisième Œil, selon les principaux termes et conditions prévus en annexe de l'Accord de Consortium, étant précisé que ladite cession ne serait réalisée qu'en cas de succès de l'Offre, d'obtention des autorisations des autorités de la concurrence compétentes et de la réalisation de l'apport par Groupe Troisième Œil d'un certain nombre d'actifs et de passifs à GTO Bis en amont de la cession ;
- (ii) un engagement de Groupe Troisième Œil, en cas de réalisation de la cession susvisée, de réinvestir dans l'Initiateur, 50% du prix d'acquisition total payé par l'Initiateur à Groupe Troisième Œil, et d'apporter à TopCo les titres de l'Initiateur reçus par Groupe Troisième Œil en contrepartie dudit réinvestissement, pour une valeur d'apport égal au montant du réinvestissement ;
- (iii) l'apport en nature par SHOW TopCo d'une participation minoritaire dans SHOW Holding S.C.A., société en commandite par actions de droit luxembourgeois, dont le siège social est situé 2, Rue Edward Steichen, L-2540 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg, immatriculée au registre de commerce et des sociétés de Luxembourg sous le numéro B 232.175, qui elle-même détient intégralement et indirectement le groupe allemand Leonine, sous condition suspensive du succès de l'Offre.

6.1.4 S'agissant des engagements concernant la Société

- (i) un engagement des Fondateurs et de MACSF de faire en sorte, dans la limite de leurs pouvoirs, que la Société soit gérée dans le cours normal des affaires jusqu'à la clôture de l'Offre ;
- (ii) un engagement des Fondateurs et de MACSF de faire en sorte, dans la limite de leurs pouvoirs, que la Société n'apporte pas les actions auto-détenues à l'Offre.

6.1.5 S'agissant des autres engagements

- (i) la conclusion d'un pacte d'actionnaires entre SHOW TopCo et TopCo au niveau de l'Initiateur et des sociétés qu'elle contrôle (en ce compris la Société, en cas de succès de l'Offre), selon les principaux termes et conditions convenus dans l'Accord de Consortium et plus amplement décrits à la section 1.3.2 du Projet de Note d'Information et à la section 6.2 du présent Projet de Note en Réponse, qui ne prendrait effet qu'en cas de succès de l'Offre ;
- (ii) la conclusion d'un pacte d'actionnaires entre les Fondateurs et MACSF, au niveau de TopCo, et la conclusion d'un pacte d'actionnaires entre les Fondateurs au niveau de HoldCo, étant

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

précisé que toute modification desdits pactes qui entraîneraient un changement de contrôle ou co-contrôle de l'Initiateur devra être soumise à l'accord préalable de SHOW TopCo ;

- (iii) les modalités d'intéressement des cadres de la Société et de ses filiales à mettre en place au niveau de l'Initiateur, en cas de succès de l'Offre, qui ne seraient mises en œuvre qu'en cas de succès de l'Offre, plus amplement décrites à la section 1.3.3 du Projet de Note d'Information et à la section 6.3 du présent Projet de Note en Réponse ;
- (iv) la mise en place d'un mécanisme de liquidité pour les titulaires d'Actions Gratuites Indisponibles en cas de mise œuvre du retrait obligatoire, tel que plus amplement décrit à la section 1.3.4 du Projet de Note d'Information et à la section 1.3.7 du présent projet de Note en Réponse.

6.2 Pacte d'actionnaires relatif à l'Initiateur et aux filiales qu'il contrôle

Les membres du Consortium sont convenus dans l'Accord de Consortium de conclure un pacte d'actionnaires (le « **Pacte d'Actionnaires** ») qui régirait les relations entre SHOW TopCo, d'une part, et les Fondateurs et MACSF regroupés dans TopCo, d'autre part, au niveau de l'Initiateur et des filiales qu'elle contrôle (en ce compris la Société, en cas de succès de l'Offre), conformément aux principaux termes et conditions annexés audit Accord de Consortium, lesquels sont résumés ci-après.

Il est précisé que le Pacte d'Actionnaires n'entrerait en vigueur que sous réserve du succès de l'Offre, pour une durée initiale de quinze (15) ans.

6.2.1 Actionnariat de l'Initiateur

TopCo détiendrait la majorité des droits de vote de l'Initiateur quel que soit le niveau des droits économiques détenus par SHOW TopCo.

A cet effet, TopCo détiendrait une action de préférence (*golden share*) lui conférant la majorité des droits de vote de l'Initiateur. Cette *golden share* serait automatiquement convertie, sous réserve de l'obtention de l'autorisation des autorités de la concurrence compétentes, en action ordinaire en cas de modification¹² du règlement général des aides financières du Centre National du Cinéma et de l'Image Animée (le « **CNC** ») et d'approbation de ladite conversion par les actionnaires de l'Initiateur à la majorité des droits de vote, le porteur de la *golden share* ne prenant pas part au vote.

A l'issue de cette conversion en action ordinaire, les droits de vote de chaque actionnaire correspondraient à leurs droits économiques et les principes de gouvernance concernant l'Initiateur prévus dans le Pacte d'Actionnaires (et décrits ci-après) demeureraient en vigueur, mais seraient

¹² Modification du règlement général des aides financières du CNC à l'issue de laquelle la Société pourrait bénéficier des aides financières versées par le CNC dans le cadre de ses activités, même si elle venait à être contrôlée, au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce, par une ou plusieurs personnes physiques ou morales ressortissantes d'un Etat autre qu'un Etat membre de l'Union européenne (ou Etat assimilé conformément audit règlement général du CNC), notamment en cas de contrôle direct par une entité ressortissant d'un Etat membre de l'Union européenne (ou Etat assimilé conformément audit règlement général du CNC). Sont des Etats assimilés, conformément audit règlement général du CNC, tout Etat partie à l'accord sur l'Espace économique européen, tout Etat partie à la Convention européenne sur la télévision transfrontière ou à la Convention européenne sur la coproduction cinématographique du Conseil de l'Europe ou tout Etat tiers européen avec lequel la Communauté ou l'Union européenne a conclu des accords ayant trait au secteur audiovisuel.

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

inversés (les droits et obligations de SHOW TopCo deviendraient les droits et obligations de TopCo, et réciproquement), ce qui ferait de la société SHOW TopCo, l'actionnaire de contrôle de l'Initiateur.

6.2.2 Gouvernance

6.2.2.1 *Gouvernance au niveau de l'Initiateur*

Directoire : le Directoire serait composé de deux (2) membres, un Président et un Directeur Général. Les membres du Directoire seraient nommés et révoqués sur décision du Conseil de Surveillance de l'Initiateur prise à la majorité simple des votes exprimés, étant précisé que SHOW TopCo disposerait du droit de demander la révocation d'un membre du Directoire en cas de faute lourde ou de sous-performance significative concernant l'Initiateur et les filiales qu'elle contrôle.

Conseil de Surveillance

Composition du Conseil de Surveillance : le Conseil de Surveillance serait composé de sept (7) membres, dont quatre (4) membres désignés sur proposition de TopCo, et trois (3) membres désignés sur proposition de SHOW TopCo.

Décisions du Conseil de Surveillance : si l'une des décisions concernant l'Initiateur et les filiales qu'elle contrôle, soumises à l'approbation préalable du Conseil de Surveillance n'était pas approuvée par le Conseil de Surveillance à une majorité simple comprenant le vote positif d'un (1) représentant de SHOW TopCo, une seconde réunion du Conseil de Surveillance devrait être convoquée. Au cours de cette seconde réunion, la décision serait approuvée par le Conseil de Surveillance à la majorité simple des votes exprimés, sauf en ce qui concerne les décisions importantes (décisions de nature extraordinaire), qui ne pourraient être prises qu'à la majorité simple comprenant le vote positif d'au moins un (1) représentant de SHOW TopCo¹³.

Ces décisions importantes, soumises au vote positif d'au moins un (1) représentant de SHOW TopCo porteraient notamment sur l'adoption du budget annuel dans certains cas, les émissions de titres de capital ou donnant accès au capital, les réductions de capital, la conclusion ou la modification de conventions réglementées, la réalisation d'opérations (investissements, désinvestissements, acquisitions, cessions) dépassant certains seuils, le recours à l'endettement dépassant certains seuils, la conclusion ou la modification de contrats significatifs dépassant un certain seuil, le fait d'initier ou de transiger un litige au-delà d'un certain seuil, l'octroi de garantie au-dessus d'un certain seuil, toute décision qui pourrait résulter en une obligation de remboursement anticipé au titre de la documentation de financement, la réalisation d'opérations significatives (introduction en bourse, création ou dissolution de filiales, fusion, scission ou apport partiel d'actifs, changement significatif du périmètre ou de la nature des activités, changement de nationalité, dissolution ou liquidation, procédure collective), la distribution de dividendes qui ne serait pas en ligne avec la politique de dividendes ou la modification des statuts, certains transferts comme détaillés ci-après.

Comités du Conseil de Surveillance : SHOW TopCo pourrait demander au Conseil de Surveillance de mettre en place tout comité qu'il estimerait nécessaire. La composition des comités serait, le cas échéant, cohérente avec l'actionnariat de l'Initiateur.

¹³ Si la décision concernée portait sur la nomination d'un membre du Directoire, serait mise en place une procédure spécifique requérant l'intervention d'une agence de recrutement (étant précisé que, in fine, la décision de nomination serait toujours prise à la majorité simple des membres du Conseil de Surveillance).

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Assemblées générales : les décisions en assemblées générales seraient prises selon les règles de majorité applicables aux sociétés anonymes, à savoir que les décisions ordinaires seraient prises à la majorité simple et les décisions extraordinaires (en ce compris les décisions donnant lieu à une modification statutaire) seraient prises à la majorité qualifiée, correspondant aux deux tiers des droits de vote.

6.2.2.2 Gouvernance au niveau de la Société

Directoire : les membres du Directoire seraient nommés et révoqués sur décision du Conseil de Surveillance de la Société à la majorité simple des votes exprimés, étant précisé que les parties se sont engagées à faire en sorte que leurs représentants au Conseil de Surveillance de la Société votent conformément à la décision du Conseil de Surveillance de l'Initiateur sur ce sujet. La décision du Conseil de Surveillance de l'Initiateur serait prise à la majorité simple des votes exprimés, étant précisé que SHOW TopCo disposerait du droit de demander au Conseil de Surveillance de l'Initiateur de voter en faveur de la révocation d'un membre du Directoire de la Société en cas de faute lourde ou de sous-performance significative relative à la Société et les filiales qu'elle contrôle¹⁴.

Conseil de Surveillance

Composition du Conseil de Surveillance : le Conseil de Surveillance de la Société devrait comprendre deux (2) membres désignés sur proposition de SHOW TopCo.

Décisions du Conseil de Surveillance : les membres du Consortium sont convenus d'adapter le règlement intérieur de la Société pour ajouter la liste des décisions soumises à l'approbation préalable du Conseil de Surveillance de l'Initiateur (en ce compris les décisions importantes ci-avant mentionnées) et les représentants de chaque partie au Conseil de Surveillance de la Société voteraient conformément aux décisions prises par le Conseil de Surveillance de l'Initiateur.

Comités du Conseil de Surveillance : les comités du Conseil de Surveillance de la Société seraient maintenus et comprendraient au moins un (1) représentant de SHOW TopCo, selon le cas.

6.2.3 Transferts de titres et clauses de sortie

6.2.3.1 Périodes d'inaliénabilité

Les titres de l'Initiateur seraient soumis, tant pour TopCo que pour SHOW TopCo, à une période d'inaliénabilité de deux (2) ans à compter de l'entrée en vigueur du Pacte d'Actionnaires, sauf en cas d'accord préalable écrit des parties.

TopCo ne pourrait transférer ses titres de l'Initiateur sans l'approbation de SHOW TopCo pendant six (6) ans suivant l'entrée en vigueur du Pacte d'Actionnaires.

6.2.3.2 Processus de sortie

A la suite de la période d'inaliénabilité commune de deux (2) ans et jusqu'à la fin de la cinquième (5^{ème}) année suivant l'entrée en vigueur du Pacte d'Actionnaires, SHOW TopCo pourrait lancer un processus de sortie (soit un processus de vente ou une introduction en bourse), avec consultation préalable de TopCo, mais sans que l'approbation de TopCo ne soit nécessaire, étant précisé que, dans cette

¹⁴ Une procédure similaire à celle prévue au niveau de l'Initiateur serait mise en place en cas de désaccord sur la nomination d'un membre du Directoire.

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

hypothèse, TopCo devrait transférer les titres qu'il détient dans l'Initiateur dans les mêmes conditions que SHOW TopCo et TopCo aurait un droit de cession conjointe. À compter du début de la sixième (6^{ème}) année suivant l'entrée en vigueur du Pacte d'Actionnaires, TopCo n'aurait un droit de cession conjointe que dans certaines conditions.

6.2.4 Droit de première offre

A compter de l'expiration de la période d'inaliénabilité de six (6) ans, TopCo pourrait transférer ses titres de l'Initiateur ou lancer un processus de sortie de l'Initiateur, sous réserve d'un droit de première offre de SHOW TopCo.

6.2.5 Droits de véto sur les transferts ou les modifications du capital

SHOW TopCo dispose d'un droit de véto sur :

- tout transfert de titres de la Société jusqu'à la fin de la sixième (6^{ème}) année suivant l'entrée en vigueur du Pacte d'Actionnaires et, à tout moment, sur tout transfert de titres de la Société par lequel l'Initiateur franchirait à la baisse le seuil de 50% du capital social et des droits de vote de la Société ;
- toute acquisition de titres de la Société excédant 5 millions d'euros ou représentant plus de 1% du capital social ou des droits de vote de la Société ou toute acquisition de titres de la Société qui déclencherait l'obligation de mettre en œuvre un retrait obligatoire ou de déposer une offre obligatoire visant les titres de la Société ;
- tout changement de contrôle ou de co-contrôle de TopCo ou de HoldCo ;
- concernant l'Initiateur et les sociétés qu'elle contrôle, toute émission de titres de capital ou instruments donnant accès au capital, toute réduction de capital ou toute modification des termes et conditions de ces titres de capital ou instruments donnant accès au capital, et plus largement, toute modification statutaire subséquente.

6.2.6 Autres

Sous réserve que l'Initiateur ne détienne pas de participation dans une autre société que la Société, SHOW TopCo pourrait, à compter du début de la cinquième (5^{ème}) année suivant l'entrée en vigueur du Pacte d'Actionnaires, demander à l'Initiateur de transférer ses titres de la Société à un tiers ou demander à ce que TopCo et SHOW TopCo deviennent des actionnaires directs de la Société, et TopCo pourrait également demander à ce que TopCo et SHOW TopCo deviennent des actionnaires directs de la Société à compter de la sixième (6^{ème}) année suivant l'entrée en vigueur du Pacte d'Actionnaires. Dans le cas où ils deviendraient actionnaires directs de la Société, SHOW TopCo et TopCo pourraient transférer leurs titres progressivement, conjointement ou séparément, à condition qu'un transfert séparé par TopCo n'ait pas d'impact négatif sur le cours des actions de la Société. À cet égard, TopCo s'engagerait à consulter SHOW TopCo avant tout transfert afin de déterminer si ce transfert pourrait avoir un impact sur le cours de l'action de la Société.

6.2.7 Transferts libres

Les restrictions prévues par le Pacte d'Actionnaires en cas de transfert de titres décrites si avant (notamment les périodes d'inaliénabilité) ne seraient pas applicables en cas de transferts libres, en ce compris les transferts à certains affiliés.

6.3 Modalités d'intéressement au niveau de l'Initiateur et de la Société

Sous réserve d'une suite positive de l'Offre, les membres du Consortium sont convenus dans l'Accord de Consortium de mettre en œuvre, à l'issue de l'Offre, des mécanismes d'intéressement au capital de l'Initiateur au bénéfice de certains dirigeants et cadres supérieurs de la Société et de Leonine (les « **Managers** »).

Il est précisé qu'aucun mécanisme contractuel susceptible de (i) s'analyser comme un complément de prix, (ii) remettre en cause la pertinence du prix de l'Offre par action ou l'égalité de traitement des minoritaires ou (iii) faire ressortir une clause de prix de cession garanti au bénéfice des Managers, n'est envisagé.

Par ailleurs, il est envisagé de mettre en place des mécanismes d'intéressement au capital de la Société de certains mandataires sociaux de la Société et salariés de la Société et de ses filiales. Cet intéressement prendrait la forme d'attributions gratuites d'actions pouvant entraîner une dilution du capital social de la Société maximum de 2% sur une période de quatre (4) ans. L'acquisition définitive de ces actions serait subordonnée à des conditions de performance et de présence, voire de conservation, en adéquation avec les pratiques de marché observées en la matière.

6.4 Mécanisme de liquidité

Le Mécanisme de Liquidité qui serait proposé aux bénéficiaires des Actions Gratuites Indisponibles si les conditions du retrait obligatoire sont réunies et si l'Initiateur en demande la mise en œuvre, est plus amplement décrit en section 1.3.4 du Projet de Note d'Information et en section 1.3.7 du présent Projet de Note en Réponse.

6.5 Autres accords

En dehors de l'Accord de Consortium, du Pacte d'Actionnaires et des modalités d'intéressement décrits en sections 1.3.1, 1.3.2 et 1.3.3 du Projet de Note d'Information et en sections 6.1, 6.2 et 6.3 du présent Projet de Note en Réponse, ainsi que du mécanisme de liquidité décrit en section 1.3.4 du Projet de Note d'Information et en section 1.3.7 du présent Projet de Note en Réponse, la Société n'a connaissance d'aucun autre accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

7. ELEMENTS CONCERNANT LA SOCIETE SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR LE DEROULEMENT DE L'OFFRE

7.1 Structure du capital de la Société

A la date du présent Projet de Note en Réponse, le capital social de la Société s'élève à 321.479,61 euros, divisé en 32.147.961 actions ordinaires entièrement libérées et toutes de même catégorie. Le nombre de droits de vote théoriques s'élève à 32.147.961.

La Société ne détient pas d'actions propres, à l'exception des 88.001 actions affectées à un contrat de liquidité confié à Natixis Oddo HBF SCA.

A la date du présent Projet de Note en Réponse et à la connaissance de la Société, le capital et les droits de vote théoriques de la Société sont répartis comme suit, compte tenu de la mise en concert des membres du Concert en application de la conclusion de l'Accord de Consortium le 21 juin 2020 et

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

compte tenu de la déclaration de franchissement de seuils de Amundi publiée par l'AMF le 30 juin 2020 et la déclaration de vente de Amundi publiée par l'AMF le 1^{er} juillet 2020 :

Actionnaire	Nombre d'actions	% du capital	% de droits de vote théoriques ¹⁵
MACSF	2.500.000	7,78%	7,78%
Groupe Troisième Œil	2.093.605	6,51%	6,51%
NJJ Presse	2.093.605	6,51%	6,51%
Les Nouvelles Editions Indépendantes	2.093.605	6,51%	6,51%
Show TopCo SCA	0	0%	0%
BidCo Breteuil	0	0%	0%
Total Concert	8.780.815	27,31%	27,31%
Amundi (BFT Unvestment Management, Etoile Gestion, CPR Asset Management)	3.155.404	9,82%	9,82%
Autres (en ce compris Sycomore¹⁶)	20.123.741	62,60%	62,60%
Actions auto-détenues	88.001	0,27%	0,27%
Total	32.147.961	100,00%	100,00%

A la date du présent Projet de Note en Réponse, il n'existe aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société autres que les actions de la Société décrites à la section 7.1 du présent Projet de Note en Réponse, les Actions Gratuites décrites à la section 1.3.6 du présent Projet de Note en Réponse et les BSAR décrits à la section 0 du présent Projet de Note en Réponse.

A la date du Projet de Note en Réponse et à la connaissance de la Société, l'Initiateur et les membres du Consortium détiennent ensemble, 8.780.815 actions de la Société représentant 27,31% du capital et des droits de vote théoriques de la Société sur la base d'un nombre total de 32.147.961 actions représentant autant de droits de vote, en application de l'article 223-11 du RGAMF et 594.315 BSAR Fondateurs souscrits à l'occasion de l'introduction en bourse de la Société.

A l'exception des engagements d'apport décrits à la section 1.3.1(b)(i) du Projet de Note d'Information et à la section 6.1.2 (i) du présent Projet de Note en Réponse, les membres du Concert n'ont procédé à aucune acquisition de Titres de la Société au cours des douze derniers mois, ni n'ont conclu de contrat ni n'ont acquis d'instrument leur permettant d'acquérir des Titres à leur seule initiative.

Conformément aux dispositions de l'article L. 233-7 du Code de commerce, les membres du Concert ont déclaré par courrier auprès de l'AMF et de la Société, le 25 juin 2020, avoir franchi à la hausse, le 21 juin 2020, les seuils de 5%, 10%, 15%, 20% et 25% du capital et des droits de vote de la Société, ainsi que les seuils statutaires de 1% entre 1% et 27% du capital et des droits de vote de la Société, en conséquence de la signature de l'Accord de Consortium. A cette occasion, l'Initiateur et les membres du Consortium ont également déclaré leurs intentions pour les six prochains mois conformément à l'article L. 233-7 VII du Code de commerce. Ces déclarations ont fait l'objet d'un avis publié par l'AMF le 26 juin 2020 sous le numéro 220C2184.

¹⁵ Conformément à l'article 223-11 du RGAMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont rattachés des droits de vote, en ce compris les actions dépourvues de droits de vote.

¹⁶ Au 31 décembre 2019 et à la connaissance de l'Initiateur, Sycomore détenait 5.272.340 actions de la Société, représentant 16,52% du capital au capital et des droits de vote théoriques de la Société.

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

En outre, conformément aux dispositions de l'article L. 233-7 du Code de commerce, la société anonyme Amundi, agissant pour le compte de fonds dont elle assure la gestion, a déclaré par courriers auprès de l'AMF et de la Société, en date du 29 et 30 juin 2020, avoir franchi à la baisse, le 22 juin 2020, les seuils de 10% du capital et des droits de vote de la Société et détenir, au 30 juin 2020, pour le compte desdits fonds, 3.175.404 actions de la Société représentant autant de droits de vote, soit 9,88% du capital et des droits de vote théoriques de la Société. Cette déclaration a fait l'objet d'un avis publié par l'AMF le 30 juin 2020 sous le numéro 220C2238. Par ailleurs, conformément à l'article 231-46 du RGAMF, Amundi a déclaré avoir procédé, le 30 juin 2020, à la vente de 20.000 actions de la Société et détenir, en conséquence de ladite opération, 3.155.404 actions de la Société, représentant autant de droits de vote, soit 9,82% du capital et des droits de vote théoriques de la Société. Cette déclaration a fait l'objet d'un avis publié par l'AMF le 1^{er} juillet 2020 sous le numéro 220C2273.

7.2 Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'actions

En complément des seuils légaux et réglementaires applicables, l'article 12 des statuts de la Société prévoit que toute personne physique ou morale qui vient à détenir, directement ou indirectement par l'intermédiaire de sociétés ou de toutes autres entités qu'elle contrôle au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce, agissant seule ou de concert au sens de l'article L. 233-10 du code de commerce, une fraction du capital social 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 un pour cent (1%) du capital social ou des droits de vote, ou à tout multiple de ce pourcentage, y compris au-delà des seuils de déclaration prévus par les dispositions légales, doit informer la Société du nombre total d'actions et de droits de vote qu'elle possède, ainsi que des titres donnant accès à terme au capital social de la Société qu'elle possède et des droits de vote qui y sont potentiellement attachés, par lettre recommandée avec demande d'avis de réception adressée au siège social, dans le délai de quatre (4) jours de négociation à compter de la date du franchissement de seuil concerné.

Cette obligation d'information s'applique également, dans les mêmes délais et selon les mêmes conditions, lorsque la participation de l'actionnaire, en capital social 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 s'appliquent également en cas de non-déclaration du franchissement à la hausse des seuils prévus par les présents statuts, à la demande, consignée dans le procès-verbal de l'assemblée générale, d'un ou plusieurs actionnaires détenant au moins cinq pour cent (5%) du capital social et des droits de vote de la Société.

7.3 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions – clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce

Néant, à l'exception du Pacte d'Actionnaires plus amplement détaillé en section 1.3.2 du Projet de Note d'Information et en section 6.2 du présent Projet de Note en Réponse, lequel n'entrerait en vigueur que sous réserve du succès de l'Offre.

7.4 Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de Commerce

A la date du présent Projet de Note en Réponse, le capital social est réparti ainsi qu'il est indiqué à la section 7.1 du présent Projet de Note en Réponse.

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Depuis le 1^{er} janvier 2020 et à la date du présent Projet de Note en Réponse, l'AMF et la Société ont reçu les déclarations de franchissements de seuils légaux et statutaires suivantes :

Identité de l'actionnaire	Concert	HSBC	Polygon	Candriam France	Amundi ¹⁷
Date du franchissement	21 juin 2020	22 juin 2020	22 juin 2020	23 juin 2020	22 juin 2020
Nombre d'actions	8.780.815	514.069	500.000		3.175.404
Pourcentage du capital ¹⁸	27,33%	1,60%	1,56%	1,08%	9,88%
Nombre de droits de vote	8.780.815	514.069	500.000		3.175.404
Pourcentage des droits de vote	27,33%	1,60%	1,56%	1,08%	9,88%
Seuils franchis	Franchissement à la hausse des seuils légaux de 5, 10, 15, 20 et 25%, ainsi que des seuils statutaires de 1% à 27%	Franchissement à la baisse du seuil statutaire de 2% en capital et en droits de vote	Franchissement à la hausse du seuil statutaire de 1% en capital et en droits de vote	Franchissement à la hausse du seuil statutaire de 1% en capital et en droits de vote	Franchissement à la baisse du seuil statutaire de 10% en capital et en droits de vote

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

À la connaissance de la Société, il n'existe pas de détenteurs de titres comportant des droits de contrôle spéciaux.

7.6 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

Néant.

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

En dehors de l'Accord de Consortium, du Pacte d'Actionnaires, des modalités d'intéressement de certains cadres dirigeant décrits en sections 1.3.1, 1.3.2 et 1.3.3 du Projet de Note d'Information et en sections 6.1, 6.2 et 6.3 du présent Projet de Note en Réponse, ainsi que du mécanisme de liquidité décrit en section 1.3.4 du Projet de Note d'Information et en section 1.3.7 du présent Projet de Note en Réponse, la Société n'a connaissance d'aucun accord pouvant entraîner des restrictions au transfert des actions ou à l'exercice des droits de vote.

¹⁷ Par ailleurs, conformément à l'article 231-46 du RGAMF, Amundi a déclaré avoir procédé, le 30 juin 2020, à la vente de 20.000 actions de la Société et détenir, en conséquence de ladite opération, 3.155.404 actions de la Société, représentant autant de droits de vote, soit 9,82% du capital et des droits de vote de la Société.

¹⁸ Sur la base du nombre d'actions composant le capital social de la Société au jour de la date du franchissement de seuil.

7.8 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Directoire, ainsi qu'à la modification des statuts de la Société

7.8.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Directoire

Les statuts de la Société prévoient que les membres du Directoire sont nommés par le Conseil de Surveillance. La durée des fonctions des membres du Directoire est de trois ans. Leurs fonctions prennent fin à l'issue de la réunion de l'assemblée générale ordinaire appelée à statuer sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire leur mandat.

Le Conseil de Surveillance fixe le mode et le montant de la rémunération de chacun des membres du Directoire dans les conditions législatives et réglementaires en vigueur et celles prévues par les statuts de la Société. Les membres du Directoire sont rééligibles. Ils peuvent être révoqués par l'assemblée générale ordinaire ou par le Conseil de Surveillance. En cas de vacance d'un siège de membre du Directoire, le Conseil de Surveillance doit décider, dans le délai de deux mois, de pourvoir le siège vacant ou de modifier le nombre de sièges qu'il a antérieurement fixé. Le Conseil de Surveillance est tenu toutefois de pourvoir dans le délai de deux mois tout siège dont la vacance ferait tomber le nombre des membres du Directoire à moins de deux membres. En cas de nomination d'un membre du Directoire à titre provisoire, ce nouveau membre est nommé pour le temps qui reste à courir jusqu'au renouvellement du Directoire.

Les membres du Directoire ne doivent pas être âgés de plus de soixante-quinze ans. Lorsque cette limite vient à être dépassée en cours de mandat, le membre concerné est d'office réputé démissionnaire à l'issue de l'assemblée générale ordinaire la plus proche.

7.8.2 Règles applicables à la modification des statuts de la Société

L'article 19.2 des statuts de la Société prévoit que l'assemblée générale extraordinaire de la Société est seule habilitée à modifier les statuts dans toutes leurs dispositions. Il est précisé qu'une assemblée extraordinaire réunie sur première convocation ne délibère valablement que si les actionnaires présents ou représentés possèdent au moins le quart des actions ayant le droit de vote et que celle réunie sur deuxième convocation ne délibère valablement que si les actionnaires présents ou représentés possèdent au moins le cinquième des actions ayant le droit de vote.

Par exception à ce qui précède et conformément à la loi, l'assemblée générale extraordinaire ne peut en aucun cas, si ce n'est à l'unanimité des actionnaires, modifier les statuts dans le sens d'une augmentation des engagements des actionnaires, ni porter atteinte à l'égalité de leurs droits, et sous réserve, le cas échéant, de l'approbation des modifications par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires dans les conditions prévues à l'article 19.2 des statuts de la Société.

7.9 Pouvoirs du Directoire, en particulier en matière d'émission ou de rachats d'actions

En dehors des pouvoirs généraux prévus par la loi et des pouvoirs spécifiques prévus par les statuts de la Société, le Directoire dispose des délégations suivantes en matière d'émission ou de rachat de titres :

Nature de la délégation	Date de l'AG (n° de résolution)	Durée (date expiration)	Montant maximum autorisé	Emissions au cours de l'exercice
Emission avec maintien du DPS	3 juin 2020 (20 ^{ème} résolution)	26 mois (2 août 2022)	Capital social : 159.613,66 euros Titres de créance :	Aucune

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Nature de la délégation	Date de l'AG (n° de résolution)	Durée (date expiration)	Montant maximum autorisé	Emissions au cours de l'exercice
			250.000.000 euros	
Emission sans DPS par voie d'offre visée au II de l'article L. 411-2 du CMF	3 juin 2020 (21 ^{ème} résolution)	26 mois (2 août 2022)	Capital social : 31.922,72 euros Titres de créance : 250.000.000 euros	Aucune
Emission sans DPS, afin de rémunérer des apports de titres en cas d'apports en nature consentis à la Société	3 juin 2020 (22 ^{ème} résolution)	26 mois (2 août 2022)	Capital social : 31.922,72 euros Titres de créance : 250.000.000 euros	Aucune
Emission avec ou sans suppression du DPS	3 juin 2020 (23 ^{ème} résolution)	26 mois (2 août 2022)	15% de l'émission initiale	Aucune
Emission sans DPS suite à l'exercice de BSAR	7 avril 2016 (23 ^{ème} et 24 ^{ème} résolutions)	Au plus tard jusqu'au 21 avril 2021	NA	Aucune
Autorisation à fin d'attribution gratuite d'actions, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires	3 juin 2020 (24 ^{ème} résolution)	38 mois (2 août 2023)	4% du capital de la Société au jour de la décision du Directoire, dont 2% maximum du capital de la Société pouvant être attribué aux membres du Directoire	Aucune
Autorisation à fin d'attribution gratuite d'actions, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires au profit des cadres salariés de Wannabe (Groupe AB)	5 juin 2018 (21 ^{ème} résolution)	38 mois (4 août 2021)	Montant maximal : 899.096 actions	Aucune
Emission sans DPS réservée aux adhérents d'un PEE	3 juin 2020 (25 ^{ème} résolution)	26 mois (2 août 2022)	3% du capital de la Société au jour de la décision du Directoire	Aucune

Les augmentations de capital qui pourraient résulter, immédiatement ou à terme, de l'ensemble des émissions réalisées en vertu des délégations de compétence ou autorisations prévues par les 20^{ème}, 21^{ème}, 22^{ème} et 25^{ème} résolutions décrites ci-dessus ne pourront excéder un montant nominal de 159.613,66 euros.

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

Le montant nominal maximum total des émissions de titre de créance susceptibles d'être réalisées en vertu des délégations conférées au titre des 20^{ème}, 21^{ème} et 22^{ème} résolutions décrites ci-dessus est fixé à 250.000.000 d'euros.

Le Directoire ne pourra, sauf autorisation préalable de l'assemblée générale des actionnaires de la Société, faire usage de ces délégations de compétence (à l'exception de celle relative à l'attribution gratuite d'actions et aux émissions sans droit préférentiel de souscription réservées aux adhérents d'un PEE) à compter du dépôt par un tiers d'un projet d'offre publique visant les titres de la Société, et ce jusqu'à la fin de la période d'offre.

7.10 Accords conclus impactés en cas de changement de contrôle de la Société

En cas de changement de contrôle de la Société, les contrats très significatifs suivants seraient susceptibles d'éventuels impacts :

- convention de crédits conclue le 19 décembre 2018 par la Société avec un pool de 9 banques françaises et étrangères pour un montant total de 230,0 millions d'euros, étant précisé que la clause de changement de contrôle incluse dans ladite convention de crédits ne s'appliquerait pas dans le cadre de l'Offre, dans la mesure où, en cas de succès de l'Offre, les Fondateurs contrôleraient TopCo (via HoldCo), qui contrôlerait elle-même exclusivement l'Initiateur et, indirectement, la Société ;
- certains accords conclus par des filiales de la Société dans le cadre d'opérations de diffusion de programmes ou d'utilisation de marques.

7.11 Accords d'indemnités aux membres du Directoire ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

Il n'existe aucun accord prévoyant des indemnités pour les membres du Directoire ou les salariés s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique.

7.12 Mesures susceptibles de faire échouer l'Offre que la Société a mises en œuvre ou décide de mettre en œuvre

La Société n'a pas mis en œuvre de mesures susceptibles de faire échouer l'Offre et n'a pas l'intention de mettre en œuvre de telles mesures.

8. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE

Conformément à l'article 231-28 du RGAMF, les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société feront l'objet d'un document spécifique déposé auprès de l'AMF et mis à la disposition du public selon les modalités propres à assurer une diffusion effective et intégrale, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre.

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

9. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DU PROJET DE NOTE EN REPONSE

« A ma connaissance, les données du présent projet de note d'information sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée ».

Monsieur Pierre-Antoine Capton
Président du Directoire

Le projet d'offre et le présent projet de note en réponse restent soumis à l'examen de l'Autorité des marchés financiers

**Annexe
Rapport de l'Expert Indépendant**



A2EF
ASSOCIÉS EN
EVALUATION & EXPERTISE
FINANCIÈRE

RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Offre publique d'achat volontaire initiée par la société Bidco Breteuil sur les titres Mediawan

Rapport de l'expert indépendant

Nous avons été sollicités par le comité ad hoc de membres indépendants du conseil de surveillance (ci-après « le Comité ad hoc ») constitué le 9 juin 2020 par le Conseil de surveillance de Mediawan (ci-après « Mediawan » ou « la Société ») pour apprécier les conditions offertes par BidCo Breteuil (ci-après « l'Initiateur ») dans le cadre de l'offre publique d'achat volontaire qu'il a déposée le 3 juillet 2020 sur les titres de Mediawan admis aux négociations sur le compartiment B d'Euronext Paris. Le prix offert est de 12 € par action et de 0,65 € par bon de souscription d'action rachetable (BSAR).

Le cabinet Racine, avocat de la Société, nous a approchés le 8 juin 2020, sur demande des membres indépendants du conseil de surveillance de la Société, pour nous exposer les contours de l'opération projetée et nous demander si nous étions disposés à intervenir en qualité d'expert indépendant. Nous avons constitué une équipe adaptée le 9 juin 2020 et avons tenu une réunion le 10 juin 2020, en présence du cabinet Racine et du comité ad hoc, à l'issue de laquelle la société a formalisé sa demande dans une lettre de mission, en projet le 10 juin 2020 et en format définitif le 11 juin 2020. Cette lettre est jointe en annexe 1. Nous avons transmis une lettre détaillant nos diligences et nos conditions d'intervention le 11 juin 2020, et avons été officiellement désignés par le conseil de surveillance sur proposition du Comité ad hoc le même jour. Nous avons démarré nos travaux immédiatement, sur la base des budgets 2020 et 2021 pré et post covid détaillés et d'éléments juridiques. Nous avons reçu un projet de plan d'affaires de la Société le 16 juin 2020 que nous avons discuté avec la Société. Il doit être noté que la Société établit depuis sa création des prévisions détaillées sur 2 ans, mais n'a pas l'habitude d'établir des plans d'affaires détaillés au-delà de 2 ans. Pour les tests d'impairment, la société construit des prévisions de chiffre d'affaires, d'EBITDA et de flux au-delà des 2 années budgétaires, sur la base de taux de croissance et de taux de marge par activité. Nous avons eu accès au plan « Impairment test » utilisé pour la clôture 2019.

L'opération consiste en un projet d'acquisition par voie d'offre publique (l'« Offre ») visant les actions et les BSAR de Mediawan initiée par BidCo Breteuil (l'« Initiateur »), une société par actions simplifiée de droit français immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris le 26 juin 2020. En application d'un accord de consortium signé le 21 juin 2020, l'Initiateur sera, à l'issue de l'Offre, et en cas de succès de celle-ci, constitué entre d'une part, TopCo, qui sera elle-même constituée entre MACSF et les holdings patrimoniales respectives de MM. Xavier Niel, Matthieu Pigasse et Pierre-Antoine Capton (respectivement NJJ Presse, Les Nouvelles Editions Indépendantes et Groupe 3è Œil (ci-après « GTO »), ensemble les « Fondateurs », associées à cette fin dans une société de droit français « HoldCo ») et d'autre part, Show TopCo SCA (ci-après « Show TopCo »), société contrôlée indirectement par KKR & Co Inc. (« KKR »). Sous condition de l'Offre, Show TopCo s'est engagé à apporter à l'Initiateur une participation dans la société Show Holding SCA (qui détient le groupe allemand Leonine) et l'Initiateur s'est engagé à racheter à GTO toute son activité audiovisuelle (l'Offre et les opérations connexes ensemble, l'« Opération »). La réussite de l'Offre est conditionnée à l'atteinte du seuil de caducité légal et à l'atteinte d'un seuil de détention de 55% du capital et des droits de vote sur une base pleinement diluée et non diluée.

L'Initiateur et le Consortium (les Fondateurs, MACSF et Show Topco) agissent de concert vis-à-vis de la Société et détiennent de concert à la date des présentes, 27,33% du capital et des droits de vote de la Société.

En parallèle, la Société a remis une offre ferme d'acquisition de Lagardère Studios et a acquis une participation majoritaire chez un producteur indépendant espagnol de contenus audiovisuels, The Good Mood.

Le Conseil de surveillance de la Société, sur recommandation du Comité ad hoc nous a ainsi désignés en qualité d'expert indépendant sur le fondement de l'article 261-1 du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers (« RGAMF »), et en particulier :

- en application du paragraphe I. 2°, compte tenu du fait que le président du Directoire de Mediawan et plusieurs membres de son conseil de surveillance seront parties prenantes à l'Opération et initieront indirectement l'Offre, par l'intermédiaire de BidCo Breteuil ;
- en application du paragraphe I. 4°, du fait des opérations connexes (apport d'une partie des titres Leonine détenus par Show TopCo, vente de l'activité audiovisuelle de GTO à l'Initiateur, mise en place d'un management package) ou concomitantes à l'Offre (dont notamment l'acquisition par Mediawan de la société Lagardère Studios et de The Good Mood) susceptibles d'avoir un impact significatif sur l'appréciation du prix offert ;
- en application du paragraphe I. 5°, compte tenu du fait que l'Offre porte sur des instruments financiers de catégories différentes (actions ordinaires et BSAR émis par Mediawan).

Dans ce cadre, notre mission (ci-après « la Mission ») consiste à porter une appréciation sur l'équité des conditions offertes aux actionnaires et aux porteurs de BSAR de Mediawan dans le cadre de l'Offre initiée par BidCo Breteuil.

La société A2EF et l'équipe ayant réalisé la Mission sont présentées en annexe 2.

A2EF, ses associés et ses partenaires déclarent être indépendants au sens de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF. Ils attestent de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connus d'eux, avec les personnes concernées par l'Offre et leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance et l'objectivité de leur jugement dans l'exercice de la Mission.

Les travaux que nous avons réalisés au cours de la Mission sont présentés en annexe 3. Nous sommes restés en lien permanent avec le Comité ad hoc tout au long de la Mission et avons tenu 6 réunions en sus de celle intervenue le 10 juin. Nous avons obtenu toute l'information que nous avons estimé utile pour nos travaux.

Nos travaux ont fait l'objet, dans le cadre de nos procédures qualité, d'une revue indépendante conduite par un partenaire n'ayant pas participé à la Mission.

Avant de finaliser notre rapport, nous avons obtenu de la Société une lettre confirmant l'exactitude et l'exhaustivité des informations qui nous ont été communiquées. Une lettre d'affirmation a également été obtenue de Show TopCo, membre du Consortium, et de GTO, la société de Pierre-Antoine Capton.

Nos travaux sont présentés ci-après selon le plan suivant :

- 1- Description de l'Opération et analyse de l'Accord
- 2- Présentation du secteur et des sociétés parties à l'Opération (Mediawan, Leonine, GTO) et des sociétés en cours d'acquisition ou acquises (Lagardère Studios, The Good Mood)
- 3- Evaluation de Mediawan avant acquisitions, présentation de l'impact des acquisitions
- 4- Evaluation des BSAR
- 5- Appréciation des accords connexes : apports de titres Leonine par Show TopCo à l'Initiateur, acquisition de GTO par l'Initiateur, mise en place d'un Management Equity Plan
- 6- Analyse des travaux de la banque présentatrice
- 7- Réponse aux éventuels courriers reçus d'actionnaires
- 8- Conclusion sur le caractère équitable de l'Offre

Annexes :

- Annexe 1 : Lettre de mission reçue de la Société
- Annexe 2 : Présentation de la société A2EF et de l'équipe
- Annexe 3 : Programme de travail détaillé, personnes rencontrées, documents reçus, temps passés par l'équipe et honoraires prévus
- Annexe 4 : Travaux du contrôleur qualité : description de la mission, du rôle et des diligences effectuées, ainsi que description des garanties d'indépendance dont il bénéficie

SOMMAIRE

1.	Description de l'Opération et analyse de l'Accord	5
2.	Présentation des sociétés concernées par l'Opération	8
2.1	Présentation de la Société objet de l'Offre	8
2.2	Présentation des sociétés faisant l'objet des opérations connexes et concomitantes	9
2.3	Analyse du marché et positionnement de Mediawan	11
2.4	Analyse des performances de Mediawan	13
3.	Evaluation de Mediawan avant acquisitions, présentation de l'impact des acquisitions	19
3.1	Références et méthodes d'évaluation écartées	20
3.2	Références et méthodes d'évaluation retenues	21
3.3	Données de référence de la société Mediawan	21
3.4	Mise en œuvre de l'évaluation de Mediawan	23
4.	Evaluation des BSAR émis par Mediawan	39
4.1	Caractéristiques des BSAR émis	39
4.2	Référence au cours des BSAR	39
4.3	Valeur intrinsèque	40
4.4	Evaluation optionnelle	40
5.	Appréciation des accords connexes	43
5.1	Apports de titres Leonine par KKR à l'Initiateur et acquisition de GTO bis	43
5.2	Management Equity Plan	44
6.	Analyse des éléments d'appréciation du prix mentionnés dans la note d'information	46
6.1	Analyse des travaux relatifs à l'appréciation du prix offert par action	46
6.2	Analyse des travaux relatifs à l'appréciation du prix offert par BSAR	50
7.	Réponse aux éventuels courriers reçus d'actionnaires	51
8.	Synthèse de nos travaux et attestation sur le caractère équitable du prix offert	52
8.1	Synthèse de nos travaux d'évaluation	52
8.2	Attestation sur le caractère équitable de l'Offre	53

1. Description de l'Opération et analyse de l'Accord

Les Fondateurs, MACSF et Show TopCo (le « Consortium ») ont conclu le 21 juin 2020 un accord de consortium (l'« Accord ») qui prévoit notamment le dépôt par l'Initiateur de la présente Offre.

Préalablement au dépôt de l'Offre, l'Initiateur (BidCo Breteuil), TopCo (qui, en cas de succès de l'Offre, regroupera les Fondateurs et MACSF) et HoldCo (qui, en cas de succès de l'Offre, regroupera les seuls Fondateurs) ont été constitués sous forme de SAS de droit français.

Sous condition suspensive du succès de l'Offre :

- (i) Chacun des Fondateurs et MACSF se sont engagés à apporter à l'Initiateur leur participation au capital de Mediawan (soit, à la date des présentes, 6,51% du capital pour chaque Fondateur et 7,78% du capital pour MACSF) ainsi que les BSAR qu'ils détiennent, pour autant que ces titres ne soient pas nantis, sur la base du prix de l'Offre, soit 12 € par action et 0,65 € par BSAR. Cet apport sera rémunéré par l'émission par l'Initiateur d'actions ordinaires et d'instruments à taux fixe
- (ii) Chacun des Fondateurs et MASCF se sont engagés à apporter ensuite leurs titres de l'Initiateur reçus en application du paragraphe (i) ci-dessus à TopCo. La valeur d'apport sera celle retenue dans le cadre de l'apport précédent
- (iii) Show TopCo participera pour sa part au capital de l'Initiateur par la souscription en numéraire d'actions ordinaires et d'instruments à taux fixe
- (iv) Chacun des Fondateurs apportera ensuite ses titres TopCo reçus en application du paragraphe (ii) ci-dessus à HoldCo, à la valeur d'apport retenue dans le cadre de l'apport visée au (ii) ci-dessus
- (v) Show TopCo apportera à l'Initiateur une participation au capital de la société de droit Luxembourgeois Show Holding SCA (société faitière du groupe Leonine). Cet apport sera rémunéré par l'émission par l'Initiateur d'actions ordinaires et d'instruments à taux fixe, selon une parité prenant en compte le prix d'Offre pour Mediawan et une valeur de fonds propres définie dans l'accord pour Show Holding.

Ainsi, en cas de succès de l'Offre, HoldCo contrôlera TopCo qui contrôlera elle-même l'Initiateur au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce, étant précisé que l'Initiateur contrôlera lui-même Mediawan, au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce.

Parallèlement à ces opérations, Pierre-Antoine Capton procèdera à une réorganisation de Groupe 3è Œil permettant d'isoler au sein d'une même structure (« GTO bis ») ses actifs et filiales dédiés au domaine des médias, aux fins que GTO bis soit cédée par Groupe 3è Œil à l'Initiateur en cas de succès de l'Offre. La cession s'opèrera sur la base d'une valeur d'entreprise de GTO bis définie dans l'Accord. Pierre-Antoine Capton s'engage à réinvestir dans l'Initiateur, 50% du prix d'acquisition total payé par l'Initiateur à GTO et à apporter à TopCo les titres de l'Initiateur remis en rémunération.

Tous les apports à l'Initiateur seront ainsi opérés au prix de l'Offre. Tous les autres apports ou augmentation de capital visés ci-dessus seront opérés sur la base du même prix. Les augmentations de capital visées ci-dessus seront effectuées sur la base de la valeur réelle de l'Initiateur, déterminée en référence au prix de l'Offre.

La nature des titres émis par l'Initiateur pour rémunérer les différents apports n'est pas déterminante dans l'analyse de l'Accord, s'agissant d'une société nouvelle. Nous nous sommes assurés en revanche que les proportions d'actions ordinaires et d'instruments à taux fixe émis par BidCo Breteuil seront les mêmes pour tous les actionnaires (à l'exception du management dans le cadre du plan d'actions gratuites).

L'Accord définit les principes de gouvernance applicables au niveau des différentes sociétés concernées, qui seront repris dans des pactes d'actionnaires dont les principaux termes sont en annexes de l'Accord. Les principales stipulations du pacte d'actionnaires au niveau de BidCo Breteuil et des filiales qu'elle contrôle (en ce compris Mediawan en cas de succès de l'Offre) sont présentées plus en détail dans le projet de note d'information de l'Initiateur du 3 juillet 2020.

La gouvernance de Mediawan sera ainsi modifiée avec l'entrée au Conseil de surveillance de 2 membres proposés par Show TopCo. Le règlement intérieur de la Société sera modifié pour y intégrer la liste des décisions importantes devant obligatoirement être soumises à l'approbation préalable du Conseil de surveillance de l'Initiateur (lui-même composé de 7 membres dont 4 désignés sur proposition de TopCo et trois sur proposition de Show TopCo) selon des règles spécifiques.

Parmi les décisions importantes rappelées dans le projet de note d'information de l'Initiateur figure la réalisation d'opérations d'acquisition par la Société au-delà de certains seuils, qui requerront le vote positif d'au moins un représentant de Show TopCo.

Les autres stipulations de l'Accord paraissent usuelles. Nous notons qu'elles prévoient une période d'inaliénabilité totale de 2 ans des titres de l'Initiateur (sauf accord préalable écrit des parties).

L'Accord prévoit un mécanisme de liquidité pour les titulaires d'actions gratuites indisponibles en cas de mise en œuvre d'un retrait obligatoire par la mise en place d'une promesse de vente consentie par le titulaire d'actions gratuites indisponibles suivie d'une promesse d'achat consentie par l'Initiateur. En cas d'exercice de ces promesses, le prix par action sera déterminé à dire d'expert, en cohérence avec le prix de l'Offre, sur la base d'une formule prenant en compte le multiple d'EBITDA induit par le prix de l'Offre ainsi que la dette financière nette calculée de manière cohérente avec le prix de l'Offre.

Par ailleurs, un management package sera mis en place au niveau de l'Initiateur à l'effet d'intéresser le management de Mediawan et de Leonine à l'accroissement de valeur du groupe. Ce management package (dont Pierre-Antoine Capton sera également bénéficiaire) s'opèrera par le truchement de deux sociétés ad hoc (« ManCos ») détenant des titres de l'Initiateur ainsi que par la mise en place de plans d'attributions gratuites d'actions de l'Initiateur.

Ce management package est étudié plus précisément en partie 5 ci-après.

En substance, à l'issue de la réalisation de ces opérations, en cas de succès de l'Offre :

- TopCo et Show TopCo seront les deux associés de l'Initiateur (hors considération du management package ; cf. *supra*). Leurs droits et relations seront régis par un pacte d'actionnaires. TopCo détiendra une action de préférence lui conférant la majorité des droits de vote et le contrôle de l'Initiateur ;
- L'Initiateur deviendra l'actionnaire majoritaire de Mediawan et sera actionnaire minoritaire de Leonine (aux côtés principalement de Show TopCo) ;
- TopCo sera contrôlée par HoldCo qui elle-même sera contrôlée par les Fondateurs, au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce.

Deux opérations concomitantes sont réalisées par Mediawan :

- Mediawan se porte acquéreur de 100% du capital de Lagardère Studios, auprès de Lagardère Active TV (pour 95%) et Lagardère Active Broadcast (pour 5%) pour un montant pouvant atteindre 100 millions d'euros. Lagardère Studios est un acteur indépendant dans la production et la diffusion de contenus en Europe (France, Espagne, Finlande, Pays-Bas) et en Afrique ;
- Mediawan a acquis une participation majoritaire dans The Good Mood, producteur espagnol de contenus audiovisuels.

L'impact éventuel de ces acquisitions sur la valeur de Mediawan est étudié en partie 3 ci-après.

Les dispositions de l'Accord (hors opérations connexes étudiées séparément) ne nous paraissent pas susceptibles de remettre en cause le caractère équitable des conditions de l'Offre et l'égalité de traitement entre actionnaires et porteurs de BSAR :

- La prise de contrôle de l'Initiateur s'accompagne d'une gouvernance usuelle dans ce type d'accord (y compris période d'inaliénabilité de 2 ans sur les titres de l'Initiateur) ;
- Il est prévu que les apports préalables soient réalisés sur les mêmes bases que le prix d'Offre et les actionnaires de l'Initiateur recevront chacun la même proportion d'actions ordinaires et d'instruments en rémunération de leurs apports ;
- Le mécanisme de liquidité pour les actions gratuites indisponibles en cas de mise en œuvre d'un retrait obligatoire, sera mis en place à dire d'expert en cohérence avec le prix de l'Offre.

Par ailleurs, l'Initiateur nous a confirmé que sous réserve des règles de majorité qualifiée pour certaines acquisitions significatives, l'Accord de Consortium ne contenait pas de stipulation limitant la possibilité pour Mediawan de procéder à des opérations de croissance externe

Les opérations connexes à l'Offre, apport de titres Leonine par Show TopCo à l'Initiateur, cession de GTO bis par l'un des Fondateurs à l'Initiateur, mise en place d'un management equity plan (MEP), sont étudiées en partie 5 ci-après.

2. Présentation des sociétés concernées par l'Opération

2.1 Présentation de la Société objet de l'Offre

Mediawan a été créée en 2015 sous forme d'un SPAC¹ par Pierre-Antoine Capton (producteur TV, fondateur de 3è Œil Productions), Xavier Niel (fondateur d'Iliad, entrepreneur et investisseur) et Matthieu Pigasse (banquier d'affaires et investisseur dans les médias), avec pour objectif de créer une plateforme européenne leader dans les contenus premium.

La Société a été introduite en bourse en 2016 et a levé 250 millions d'euros dans le but de financer les acquisitions impliquées par sa stratégie.

Son activité s'articule autour de quatre divisions opérationnelles identifiées à partir de 2018 :

- Mediawan Thematics est l'éditeur de 17 chaînes de télévision thématiques, diffusées par les principaux opérateurs TV et télécoms en France et sur les marchés francophones. Les chaînes sont actives dans trois segments : le divertissement (RTL9, AB1 ...), le documentaire (Science & Vie TV, Toute l'Histoire ...) et le sport (Automoto, Golf Channel). Thematics édite également les services digitaux correspondant à ses chaînes
- Mediawan Originals est l'entité qui regroupe l'ensemble des sociétés de production du groupe. Elle intervient sous 24 labels. Ces labels produisent de la fiction, essentiellement sous forme de séries et de films, mais également de documentaires. Le positionnement recherché est premium, avec l'objectif de créer des marques fortes de séries récurrentes venant enrichir le catalogue du groupe. Originals a livré en 2019 près de 140 heures de programme, en progression de 32% par rapport à 2018. Des synergies entre les différents labels sont recherchées et pourront être mises en place au niveau international avec l'acquisition récente de Palomar et des opérations concomitantes
- Mediawan Animation développé autour de ON kids & family, acquis en 2017, produit des créations d'animation au plan international. Spécialisé à l'origine dans les séries, ON kids & family a investi à partir de 2014 le segment du long métrage d'animation (sa dernière production dans ce segment, Playmobil, est sortie en août 2019)
- Mediawan Rights est un acteur majeur de la distribution et de la coproduction de contenus, avec un catalogue de plus de 13 000 heures de programme exploité dans le monde entier. Tous les genres majeurs sont représentés dans le catalogue de Mediawan Rights, séries, documentaires, animation, long-métrages et téléfilms

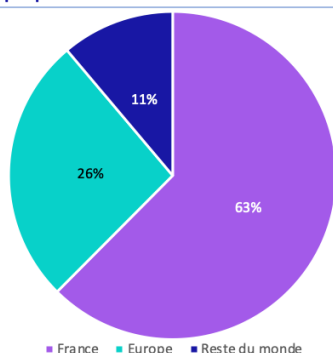
L'autonomie des entités, nécessaire à l'épanouissement de leur potentiel créatif s'accompagne cependant d'une structure centrale puissante.

¹ Special Purpose Acquisition Company

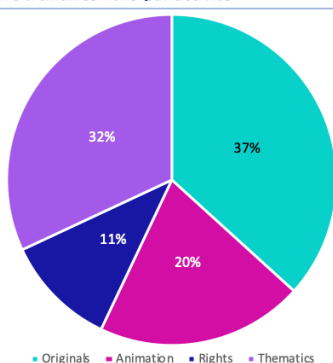
Au titre de 2019, Mediawan a réalisé un chiffre d'affaires de 338 millions d'euros, et un EBITDA de 53,2 millions d'euros, soit une marge de 15,7%. Pré IFRS 16, l'EBITDA s'établit à 46,8 millions d'euros et la marge à 13,8%.

Le chiffre d'affaires 2019 est réalisé à 63% en France et se répartit comme suit :

Répartition géographique du chiffre d'affaires 2019



Répartition du chiffre d'affaires 2019 par activité



2.2 Présentation des sociétés faisant l'objet des opérations connexes et concomitantes

2.21 Leonine

Leonine est un groupe allemand constitué depuis 2019 dans l'orbite de KKR suite aux acquisitions de Tele München Gruppe, Universum, i&u TV, Wiedemann & Berg puis W&B TV. Leonine est présent dans la production (films, séries, et programmes de flux) et la diffusion de contenus via des tiers ou ses propres chaînes (Tele5, RTLZWEI). Leonine détient également un catalogue de plus de 7000 titres. Sa structure est très comparable à celle de Mediawan. Leonine se décrit comme le « one stop shop for premium content ».

2.22 Groupe 3è Œil

Groupe 3è Œil, ci-après GTO, est la société de production créée par Pierre-Antoine Capton. 3è Œil produit principalement des programmes de flux pour des chaînes françaises, et a construit une relation durable avec le groupe France Télévisions (Groupe 3è Œil produit par exemple « C'est à vous » diffusé sur la 5) mais développe également des productions de séries et de documentaires. Les activités audiovisuelles concernées par l'Opération feront l'objet d'un détournement et seront apportées à une société nouvellement créée, GTO bis, qui sera cédée à BidCo Breteuil. Le chiffre d'affaires de GTO bis constituera l'essentiel du chiffre d'affaires de GTO.

2.23 Lagardère Studios

Lagardère Studios est un acteur indépendant dans la production et la diffusion de contenus en Europe (France, Espagne, Finlande, Pays-Bas). Lagardère Studios exploite 25 labels de production. Ses activités recouvrent les domaines de la fiction (la série « Une Ile » diffusée sur Arte), du documentaire (« Gregory » diffusé sur Netflix) et également des programmes de flux diffusés en France (« Ça commence aujourd'hui » diffusé sur France 2, par exemple) ou à l'étranger. Lagardère Studios dispose d'un catalogue de plus de 10 000 heures de programme. Lagardère Studios a réalisé en 2019 un chiffre d'affaires de 218 millions d'euros.

2.24 The Good Mood

The Good Mood est un producteur indépendant opérant en Espagne depuis 2017, l'activité n'ayant réellement démarré qu'à fin 2018. Il a vocation à créer des contenus pour les diffuseurs et plateformes en Espagne et à l'International. Une des séries produites par The Good Mood sera diffusée prochainement par Netflix.

Ces sociétés ont été impactées par la crise sanitaire du printemps de manière importante en raison de l'arrêt des tournages pendant la période de confinement qui induit un décalage significatif dans les livraisons et donc dans la reconnaissance du chiffre d'affaires. L'impact est légèrement moindre sur Leonine qui avait déjà réalisé sur le premier trimestre une part significative du budget prévu dans l'activité Distribution et pour GTO et The Good Mood dont les programmes phare (« C'est à vous » pour GTO) ont continué d'être produits et diffusés pendant la période.

2.3 Analyse du marché et positionnement de Mediawan

Mediawan compte tenu de la diversité de ses activités (production, diffusion et distribution) se positionne sur le marché des activités audiovisuelles au sens large. Ce marché a représenté au niveau européen 114 milliards d'euros en 2018 selon l'Observatoire Européen de l'Audiovisuel. Il a connu une croissance relativement limitée : 1,9% en moyenne sur les 10 dernières années dont 1,7% en 2018. Les trois marchés les plus importants représentent 54% du total, il s'agit, dans l'ordre, de l'Allemagne (23 milliards d'euros), du Royaume-Uni (22 milliards d'euros) et de la France (16 milliards d'euros).

Depuis 2017, les services payants (linéaires et à la demande) représentent la principale source de revenus du secteur (35,5%). La TV payante semble arriver à maturité (2,9% de croissance annuelle depuis 2009) alors que la SVOD (Subscription Video On Demand) connaît une croissance exponentielle (109% par an depuis 2009) et représente environ 5 milliards d'euros de volume d'activité. Les plateformes de SVOD se sont multipliées depuis l'arrivée de Netflix en Europe en 2012 (on compte aujourd'hui plus de 100 millions d'abonnés) et se développent également au travers d'accords avec les grands fournisseurs de télécommunications et de TV payante (l'accord conclu entre Netflix et Canal+ a récemment été emblématique de cette évolution). Ces opérateurs sont fortement demandeurs de contenus pour assurer leur attractivité.

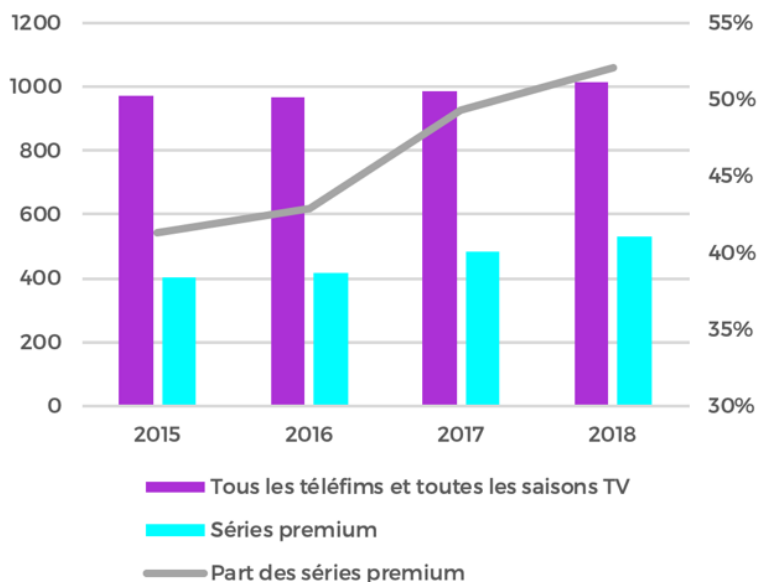
Le contexte réglementaire² impose un quota de 30% d'œuvres européennes, ce qui constitue un moteur puissant pour le secteur européen de la production.

Ainsi, le volume de production de séries premium³ a atteint 460 saisons en moyenne entre 2015 et 2018 (3500 épisodes et 2700 heures de programme), en progression de 10% par an. Ces séries premium représentent désormais plus de la moitié du volume total. Les principaux pays producteurs sont le Royaume-Uni, l'Allemagne et la France, suivis des Pays-Bas, de l'Espagne et de l'Italie.

² Directive UE 2018/1808 sur les services de médias audiovisuels

³ Définies par l'Observatoire européen de l'audiovisuel comme des séries comptant de 2 à 13 épisodes par saison

Production de séries Premium en Europe (2015-2018)



source : Observatoire Européen de l'Audiovisuel

La part des coproductions est encore limitée, mais connaît une progression significative : elle est passée de 10% en 2015 à 18% en 2018. L'essentiel est constitué de coproductions entre pays voisins partageant la même langue, mais la part des coproductions réellement internationales se développe.

Plus de 500 entreprises sont présentes sur ce marché en Europe, mais une centaine représente 72% de l'ensemble de cette production.

Les séries sont encore commanditées principalement par les chaînes de télévision, mais la part des plateformes a fortement progressé passant de 3% en 2015 à 8% en 2018.

L'essor des plateformes va se poursuivre, car elles disposent encore d'un important potentiel (1 internaute sur 3 en France a utilisé un service SVOD⁴, soit 18 millions de personnes). Le développement des réseaux sociaux viendra compléter cette tendance. Ainsi les perspectives de la demande de contenus restent favorables. Cette demande émanant d'acteurs internationaux puissants pourrait favoriser la poursuite du mouvement de concentration déjà entamé dans le secteur de la production.

Le contexte réglementaire du secteur est actuellement plutôt protecteur pour les producteurs nationaux. La directive européenne sur les services de médias audiovisuel prévoit ainsi un quota d'œuvres européennes de 30% dans les catalogues des plateformes, une autre directive sur le droit d'auteur a également été adoptée en 2019. Ces directives seront transposées prochainement en droit français dans le cadre du projet de loi audiovisuelle.

⁴ Baromètre Médiamétrie

Dans ce contexte, la stratégie de Mediawan repose sur la poursuite de son développement international et de ses capacités créatives afin d'enrichir son catalogue et de valoriser ses franchises.

Nous présentons ci-après une analyse SWOT de Mediawan :

FORCES	FAIBLESSES
- Succès d'audience attestant la qualité des contenus produits - Qualité du portefeuille - Qualité des relations avec les diffuseurs - Culture d'incubateur de talents et de création / innovation - Capacité à manager des opérations de croissance externe (structure financière et compétences)	- Forte dépendance aux managers clés - Visibilité à moyen-long terme limitée pour l'activité Production, qui est un business de prototype - Endettement significatif qui limite les possibilités de croissance future
OPPORTUNITES	MENACES
- Développement des plateformes de SVOD - Environnement réglementaire européen et français favorisant les producteurs locaux - Développement des projets de coproduction européenne - Poursuite des opérations de M&A pour (i) développer les coproductions internationales et (ii) valoriser le portefeuille de contenus en augmentant les ventes à l'international	- La croissance des plateformes de SVOD se fait au détriment des chaînes traditionnelles qui sont les premiers donneurs d'ordre importants - Tendance à l'intégration croissante et à la conservation de droits par les chaînes ou les plateformes, ce qui pourrait peser sur l'activité Rights

2.4 Analyse des performances de Mediawan

La Société présente ses comptes selon les normes IFRS. A ce titre, elle applique notamment depuis le 1^{er} janvier 2019 la norme IFRS 16 relative aux contrats de location.

Performances historiques

Le compte de résultat simplifié des trois derniers exercices est présenté ci-après :

Compte de résultat			
en M€	2017	2018	2019
Chiffre d'affaires	115,7	258,6	337,9
<i>% d'évolution</i>		123,5%	30,7%
<i>dont organique</i>		13,0%	13,9%
Autres produits d'exploitation	22,2	125,5	169,2
Achats et charges externes	-34,6	-96,2	-132,6
Charges de personnel	-33,9	-90,1	-110,2
Autres charges d'exploitation	-13,4	-38,3	-44,8
EBITDA	56,0	159,5	219,5
Dotations nettes aux amortissements des droits audiovisuels	-29,8	-110,4	-166,4
EBITDA Communication financière	26,2	49,1	53,2
<i>en % du chiffre d'affaires</i>	22,6%	19,0%	15,7%
Dotations nettes aux amortissements (hors droits audiovisuels)	-2,8	-5,2	-10,8
Dotations nettes aux amort. des actifs liés aux regroup. d'entreprises	-21,7	-30,1	-25,6
Autres produits et charges opérationnels	-4,7	-10,2	-10,0
Résultat opérationnel	-3,1	3,6	6,7
Résultat financier	-3,7	-3,1	-9,1
Impôt sur les bénéfices	0,2	5,5	1,5
Résultat des sociétés mises en équivalence	0,0	0,0	-0,1
Résultat net	-6,6	5,9	-1,0
Part des intérêts ne donnant pas le contrôle	0,2	-0,9	1,5
Résultat net part du groupe	-6,8	5,0	0,5
ajustements	18,9	22,4	23,5
Résultat net part du groupe ajusté	11,9	27,4	24,0

L'activité a progressé en moyenne de 71% par an entre 2017 et 2019. Cette croissance est due principalement aux différentes acquisitions réalisées par la Société dans le cadre de la stratégie présentée lors de son introduction en bourse. La croissance organique s'est élevée à plus de 13% par an sur la période. En 2019, la croissance organique a été tirée par la branche Animation (+62%, grâce en particulier au film Playmobil livré au 2^{ème} trimestre), les branches Rights et Originals ont progressé respectivement de 11% et 9% et Thematics a connu une quasi-stabilité.

Le portefeuille d'activité a évolué au gré des acquisitions, avec en particulier le fort développement des activités Animation et Originals qui sont venues compléter le portefeuille existant de AB Productions, première acquisition structurante réalisée par la Société en mars 2017.

Evolution de l'activité par branche

	2017	2018	2019
Originals	11,8	88,4	124,1
Animation		26,8	68,7
Rights	22,5	35,9	37,2
Thematics	81,2	107,1	107,9
Autres	0,1	0,4	0
Chiffre d'affaires	115,6	258,6	337,9

Acquisitions		
Groupe AB	ON Kids & Family	Palomar
CC&C	EuropaCorp télé	Paiva Films
Editions du Lagon	Makever	Septembre Productions
	Mon Voisin Productions	Nice Pictures
	Mai Juin Production	Fit Productions
		Radar Films
		Black Dynamite Production

Mediawan communique sur un EBITDA après amortissement des droits audiovisuels (autres que ceux liés aux regroupements d'entreprises) qui est son indicateur clé de performance. Les autres produits d'exploitation représentent principalement la capitalisation des coûts de production des programmes.

En 2019, l'EBITDA tel que défini par Mediawan a progressé de 8,1%. Hors impact de la norme IFRS 16 (+6,4 millions d'euros), l'EBITDA aurait diminué de 4,9%. La marge d'EBITDA a atteint 15,7% en 2019 en diminution de 3,3 points par rapport à 2018 (hors impact IFRS 16, la marge ressort à 13,8%). Une partie de la baisse de la marge est due au film Playmobil (dont la contribution à la marge est nulle). L'évolution de la marge d'EBITDA est principalement attribuable à l'effet mix d'activités et à la croissance des frais de structure. Il est ainsi difficile d'analyser la marge d'EBITDA sur la période, la Société ayant significativement évolué sur celle-ci avec l'intégration de plusieurs sociétés.

La forte augmentation de la dotation aux amortissements est due pour 6,4 M€ à l'application de la norme IFRS 16. Compte tenu des nombreuses opérations de croissance externe, la dotation aux amortissements des actifs liés aux regroupements d'entreprise représente un montant significatif et porte essentiellement sur les catalogues.

Les autres produits et charges opérationnels (principalement des charges) intègrent en particulier les honoraires liés aux opérations de croissance externe, des éléments de rémunération sans impact cash, et la dépréciation des coûts de production immobilisés pour le film Playmobil à hauteur des coûts supportés par Mediawan (dépréciation due au défaut du distributeur américain).

Le résultat financier reflète une stabilité du coût de l'endettement financier (8,2 M€ contre 8,4 M€) et une baisse significative des produits financiers (0,1 M€ contre 6,3 M€) ceux-ci intégrant en 2018 un élément non récurrent à hauteur de 4,5 millions d'euros (revalorisation à la juste valeur de la quote-part de titres ON Entertainment détenue par le groupe).

Au total, le résultat net est un déficit de 1,0 million d'euro en 2019 et un bénéfice de 0,5 million d'euros en part du groupe. Corrigé des amortissements d'actifs liés aux regroupements d'entreprises, des éléments de rémunération sans impact cash et des éléments non récurrents, le résultat net ajusté part du groupe s'établit à 24 millions d'euros en baisse de 12,4%.

Au titre du 1^{er} trimestre de l'exercice 2020, Mediawan a publié un chiffre d'affaires de 72,6 millions d'euros en baisse de 5%. L'activité Originals a fortement baissé du fait des calendriers de livraison. Le début de la période de confinement a eu un impact défavorable sur les recettes publicitaires de la branche Thematics (cette partie, marginale, du chiffre d'affaires a baissé de 9%) qui est en légère baisse sur le trimestre (-3%). Les activités Animation et Rights ont progressé respectivement de 28% et 21%.

Structure financière et gestion du BFR

Le bilan du groupe est présenté ci-après :

Bilan simplifié

en M€	2017	2018	2019
Goodwill	96,4	164,7	190,0
Actifs incorporels	209,4	361,3	379,5
Actifs corporels	18,5	18,6	69,2
Autres actifs financiers	2,1	1,0	6,6
<i>Actif immobilisé</i>	<i>326,4</i>	<i>545,7</i>	<i>645,3</i>
Impôts différés actifs	2,4	9,6	11,5
<i>BFR / (EFR)</i>	<i>-79,5</i>	<i>-123,9</i>	<i>-98,4</i>
Trésorerie et équivalents de trésorerie	82,5	45,9	43,0
Total actif	331,8	477,3	601,4
Capitaux propres	209,1	220,0	226,8
Intérêts ne donnant pas le contrôle	0,6	1,6	2,5
Dettes de location	0,0	0,0	52,5
Provisions	11,0	11,2	9,5
Passifs financiers non courants	111,1	244,6	310,0
Emprunts et dettes financières	95,1	148,3	166,9
Emprunts et concours bancaires (moins d'un an)	15,9	60,2	98,0
Autres passifs financiers non courants	0,0	36,1	45,1
Total passif	331,8	477,3	601,4

La variation du goodwill en 2019 provient principalement de l'acquisition de Palomar (à hauteur de 24,8 millions d'euros). Le goodwill reflète l'acquisition, dans le cadre des regroupements d'entreprises, d'actifs immatériels non identifiés tels que la compétence des salariés, le savoir-faire organisationnel, le savoir-faire commercial, la capacité de maintenir et développer les actifs existants et la capacité à générer de nouvelles opportunités via le gain de nouveaux clients.

Les autres actifs incorporels sont constitués essentiellement des catalogues qui représentent 203,5 millions d'euros (54% du total), des droits de diffusion pour 39,5 millions d'euros (10,5% du total) et des coûts de production capitalisés pour 93,6 millions d'euros (24,7% du total).

Les actifs corporels ont progressé sensiblement du fait de l'application de la norme IFRS 16 (comptabilisation de 58,3 millions d'euros de droits d'utilisation).

Le groupe dispose d'impôts différés actifs essentiellement liés à des déficits reportables reconnus à l'occasion de l'entrée de certaines sociétés dans le périmètre de consolidation.

Le groupe est structurellement en excédent de fonds de roulement compte tenu des avances payées par les diffuseurs, des crédits d'impôt audiovisuel et des subventions CNC. L'évolution de cet excédent n'est cependant pas une fonction linéaire de la croissance du chiffre d'affaires.

Les capitaux propres part du groupe s'établissent à 226,8 millions d'euros au 31 décembre 2019.

La dette financière nette s'établit à 142,2 millions d'euros hors crédits de production (221,9 millions d'euros y compris crédits de production).

Les autres passifs financiers courants et non courants incluent à hauteur de 46 millions d'euros la valeur d'engagements de rachats d'intérêts minoritaires. Un montant complémentaire de 6,4 millions d'euros reste à comptabiliser au bilan au titre de rémunération de services post acquisition, conformément aux règles comptables.

Les provisions comprennent 4 millions d'euros d'engagements envers le personnel et 7,6 millions d'euros au titre de divers risques et litiges (dont 2,1 M€ de provisions courantes prises en compte en BFR).

Actionnariat

Au 3 juillet 2020, le capital de Mediawan est réparti comme suit :

Répartition du capital de Mediawan

	Nombre d'actions	% capital	% des droits de vote théoriques
MACSF	2 500 000	7,78%	7,78%
Groupe Troisième Œil	2 093 605	6,51%	6,51%
NJJ Presse	2 093 605	6,51%	6,51%
Les Nouvelles Editions Indépendantes	2 093 605	6,51%	6,51%
Amundi	3 155 404	9,82%	9,82%
Autres (1)	20 123 741	62,60%	62,60%
Actions auto-détenues	88 001	0,27%	0,27%
Total	32 147 961	100,00%	100,00%

(1) : en ce compris Sycomore, qui, à la connaissance de l'initiateur, détenait, au 31 décembre 2019, 5 272 340 actions représentant à cette date 16,52% du capital et des droits de vote théoriques

Il existe 21 480 108 BSAR cotés, deux BSAR permettent de souscrire à une action nouvelle moyennant un prix d'exercice de 11,5 € jusqu'au 1^{er} avril 2022. Le nombre d'actions nouvelles résultant de l'exercice éventuel de ces bons s'établit à 10 740 054 (représentant une dilution potentielle de 33,4%).

Il existe également 594 315 BSAR Fondateurs, non cotés, dont les conditions d'exercice sont les mêmes que celles des BSAR cotés. Ces BSAR sont détenus à parité par les trois fondateurs (198 105 BSAR chacun). Le nombre d'actions nouvelles résultant de l'exercice de ces bons s'établit à 297 158 (représentant une dilution potentielle de 0,92%)

3. Evaluation de Mediawan avant acquisitions, présentation de l'impact des acquisitions

Nous avons procédé à notre propre évaluation de la société Mediawan conformément à la recommandation de l'AMF DOC-2006-15 du 28 septembre 2006, modifiée le 10 février 2020. Cette évaluation repose sur une approche multicritère qui comprend la mise en œuvre de méthodes d'évaluation et l'examen de références de valorisation.

Nous avons rencontré des difficultés de plusieurs natures dans cet exercice d'évaluation :

- L'impact de la norme IFRS 16 (sur les contrats de location) : la Société vient de signer un bail immobilier et a inscrit une dette correspondant à 9 années de loyers au bilan au 31 décembre 2019. Cette dette significative n'est pas comparable à celle portée par les sociétés du secteur (à titre d'exemple Lagardère Studios ne porte que 2 annuités de loyer en dette). Nous avons ainsi retraité les effets de la norme en annulant la dette et en réintégrant les loyers au niveau de l'EBITDA, tant sur la Société que sur les sociétés du secteur (en fonction de l'information disponible) ;
- L'impact de la crise sanitaire : toutes les sociétés du secteur ont été impactées en raison de l'arrêt des tournages et du décalage qui en découle sur les dates de livraison. Pour celles qui détiennent des chaînes de télévision, les recettes publicitaires ont également fortement diminué pendant cette période. Nous avons étudié attentivement la re-prévision budgétaire de Mediawan sur les années 2020 et 2021, qui a été réalisée programme par programme, et en avons apprécié la cohérence ;
- La construction du plan d'affaires : comme indiqué en introduction la Société n'a pas l'habitude de construire des plans d'affaires « bottom up » au-delà de N+2. Le plan d'affaires qui nous a été communiqué a été établi, pour la période 2022-2025, dans le cadre de l'Opération en liaison avec KKR. Nous l'avons analysé au regard des prévisions utilisées dans le cadre des tests d'impairment (pré-Covid) et avons constaté qu'il reflétait un décalage d'environ une année en termes d'EBITDA. Le plan établi en commun avec l'Initiateur sert de base à la mesure de la performance des managers dans le cadre du Management Equity Plan étudié en partie 5 ci-après. Ce plan nous paraît raisonnablement ambitieux en termes de croissance et de marge et nous l'avons retenu sans retraitement ;
- Les acquisitions concomitantes : Mediawan s'est engagé à acquérir Lagardère Studios et a acquis The Good Mood au mois de juin 2020. Le processus de vente concernant Lagardère Studios a démarré en décembre 2018 et a été suffisamment public pour que tous les acquéreurs intéressés aient pu y participer. Le prix issu de ce processus nous paraît donc pouvoir être considéré comme un prix de marché. Le plan d'affaires qui nous a été communiqué intègre des prévisions concernant ces deux sociétés, peu détaillées cependant. Nous avons évalué la Société sur la base du plan excluant les prévisions liées aux sociétés acquises considérant implicitement les prix d'acquisition comme des justes valeurs. Nous avons cependant dans un deuxième temps évalué l'impact de ces acquisitions sur la base des prévisions établies par le management de la Société en liaison avec l'Initiateur, en intégrant la dette d'acquisition sur la base des prix figurant dans les SPA et en utilisant les mêmes paramètres financiers que pour l'évaluation stand alone de la Société.

L'impact de ces acquisitions sur la valeur de Mediawan est mentionné pour chaque méthode étudiée ci-après ;

- La forte dilution induite par les BSAR : les méthodes habituelles de prise en compte de la dilution (dilution totale ou « treasury method ») ne sont pas adaptées lorsque la dilution potentielle est significative. Au cas particulier, compte tenu de la forte dilution potentielle (11 millions d'actions pouvant être créées par exercice des BSAR, rapporté à un nombre d'actions en circulation de l'ordre de 32,1 millions), nous avons raisonné sur le principe d'une répartition de la valeur de Mediawan entre porteurs d'actions et porteurs de BSAR. Ainsi pour chaque méthode mise en œuvre, nous avons réparti la valeur des fonds propres obtenue (valeur d'entreprise ressortant de la méthode, minorée de la dette nette hors BSAR) entre porteurs d'actions et porteurs de BSAR, à l'aide du modèle optionnel d'évaluation des BSAR présenté en partie 4 ci-après.

3.1 Références et méthodes d'évaluation écartées

Après étude, nous avons écarté les références et méthodes suivantes :

3.1.1 Référence à l'actif net comptable consolidé

L'actif net comptable ne constitue pas une référence pertinente de la valeur de Mediawan. Il n'intègre pas les perspectives de croissance, l'amélioration de la performance ni les éventuelles plus-values latentes. Compte tenu de la création récente de la Société, cette référence est cependant un point de repère pour l'actionnaire.

A titre d'information les capitaux propres part du groupe représentent 226,8 M€ au 31 décembre 2019, soit une valeur par action sur une base non diluée au 31 décembre 2019 de 7,1 €.

3.1.2 Evaluation par l'actif net comptable réévalué

Cette méthode consiste à réévaluer les actifs et passifs de la Société afin d'en extérioriser les plus ou moins-values latentes. Les actifs de Mediawan sont principalement constitués d'actifs incorporels. Il est difficile de les identifier de manière séparée et il n'existe pas de marché organisé permettant de mesurer leur valeur individuelle. La valeur de ces actifs est généralement mesurée globalement par la méthode des flux de trésorerie futurs.

3.1.3 Evaluation par capitalisation du dividende

Cette méthode consiste à évaluer la Société en actualisant les dividendes futurs. Les résultats de cette méthode dépendent fortement de la politique de distribution de la Société. Nous observons que Mediawan, société en croissance, n'a pas distribué de dividendes depuis sa création.

3.2 Références et méthodes d'évaluation retenues

Nous avons retenu à titre principal les références et méthodes d'évaluation suivantes :

- La référence au cours de bourse de la Société
- La méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs (méthode des Discounted Cash-Flow ou DCF)

A titre de recoupement, nous présentons :

- La méthode des multiples observés sur des transactions comparables
- La méthode des multiples observés sur des sociétés comparables cotées

A titre d'information nous présentons :

- La référence aux objectifs de cours de bourse des analystes (à l'intérieur de l'analyse du cours de bourse)
- La référence aux acquisitions récentes de la Société rémunérées en titres de la Société

3.3 Données de référence de la société Mediawan

3.3.1 Nombre de titres

Le capital de la Société est composé de 32 147 961 actions en circulation au 3 juillet 2020.

La Société a mis en place un programme de rachat d'actions et un contrat de liquidité. Dans ce cadre, elle détient 88 001 titres en auto détention au 3 juillet 2020.

La Société a également mis en place des plans de fidélisation et de performance du management et a ainsi procédé à l'attribution de 607 747 actions gratuites non encore émises à ce jour, l'acquisition définitive étant soumise à la réalisation de conditions de performance. La Société estimant que 40% des performances seront atteintes, seules 243 099 actions gratuites devraient être émises.

Nous retenons dans nos travaux un nombre d'actions dilué avant dilution des BSAR (les BSAR étant traités à part) hors auto-détention de 32 303 059 actions.

Ainsi que rappelé en préambule de la présente partie, les méthodes habituelles pour tenir compte d'instruments dilutifs (fully diluted ou treasury method) sont peu adaptées lorsque la dilution potentielle est significative : elles survalorisent l'action lorsque le BSAR est en-dehors de la monnaie, elles sous-valorisent l'action lorsqu'il est dans la monnaie. Au cas particulier, compte tenu de la forte dilution potentielle (11 millions d'actions pouvant être créées par exercice des BSAR, rapporté à un nombre d'actions en circulation de l'ordre de 32,1 millions), nous avons raisonné selon le principe d'un partage de valeur entre porteurs d'actions et porteurs de BSAR.

Nous avons ainsi déterminé la valeur de l'action pour chaque méthode mise en œuvre, en tenant compte de la valeur du BSAR induite par la valeur de l'action. Le modèle d'évaluation optionnelle qui nous a permis de répartir la valeur globale est présenté en partie 4 ci-après.

3.3.2 Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

L'ajustement permettant le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres est calculé à partir des comptes consolidés clos le 31 décembre 2019. Il intègre les principaux éléments suivants :

- La dette financière au 31 décembre 2019, s'élevant à 179,4 millions d'euros ;
- (+) le montant des provisions à caractère de dette (litiges essentiellement) représentant 1,8 millions d'euros ;
- (+) la valeur des intérêts minoritaires liés aux sociétés On Entertainment et Black Dynamite pour 2,5 millions d'euros ;
- (+) la valeur de l'acquisition récente (en 2020) et des puts et intérêts minoritaires sur les sociétés Paiva et Septembre consolidées à 100% dans le plan d'affaires, pour 10,7 millions d'euros ;
- (+) la valeur de engagements d'achat d'intérêts minoritaires sur les acquisitions passées pour 52,4 millions d'euros.

Et venant en diminution de l'endettement :

- (-) la trésorerie au 31 décembre 2019, soit 37,1 millions d'euros ;
- (-) le flux de trésorerie projeté du 1^{er} semestre 2020 pour 7,8 millions d'euros ;
- (-) la valeur des titres de sociétés non consolidées pour 2 millions d'euros ;
- (-) la valeur d'un immeuble hors exploitation (après prise en compte d'un lease back partiel) estimée à 6,6 millions d'euros ;
- (-) la valeur des déficits reportables pour lesquels l'échéancier de recouvrement a été perturbé par la crise sanitaire (deux sociétés concernées essentiellement) et qui peut être estimée dans une approche favorable à 7,2 millions d'euros.

Nous n'avons pas pris en considération un montant de provision de 9,8 millions d'euros (retraites et provisions pour lesquelles un décaissement n'est pas attendu à moyen-terme). Nous n'avons pas pris en considération la dette IFRS 16, les loyers ayant été réintégrés dans l'EBITDA, ni les crédits de production pris en compte en BFR.

Le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres correspond à une dette nette de 186,1 millions d'euros.

3.4 Mise en œuvre de l'évaluation de Mediawan

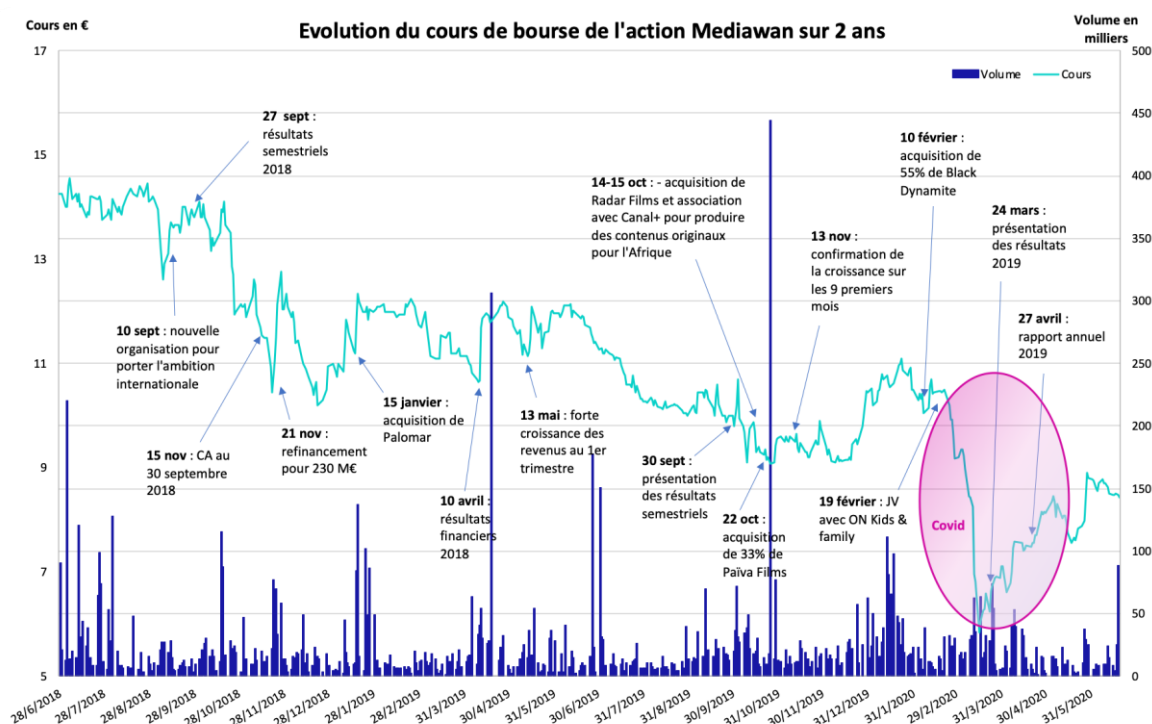
3.4.1 La référence au cours de bourse de la Société

Le titre Mediawan a été introduit le 12 avril 2016 au prix de 10 €. Les titres de la Société sont cotés depuis lors sur le compartiment B du marché Euronext Paris.

Les taux de rotation du capital et du flottant sur les douze derniers mois s'établissent respectivement à 17,7% et 38,4%, la liquidité du titre est ainsi modeste, ainsi que le montre le tableau suivant :

Liquidité - 19/06/2020	en milliers
Moyenne volume 1 mois	16,0
Moyenne volume 3 mois	17,0
Moyenne volume 6 mois	22,7
Somme volume 1 an	5 678
NOSH	32 148
Flottant	46%
Rotation du capital 1 an	17,7%
Rotation du flottant 1 an	38,4%

Le graphique suivant montre l'évolution du cours de bourse du titre Mediawan sur les deux dernières années :



Rapport de l'Expert indépendant

Le cours a atteint en clôture 14,90 € en juin 2018, (point historiquement le plus haut en clôture), après les acquisitions d'EuropaCorp TV, Makeover et ON Entertainment. Il s'est ensuite stabilisé entre 10 € et 12 € de novembre 2018 à juin 2019 puis a connu une baisse jusqu'à mi-décembre 2019 passant de 12 € à 9,10 €.

Le titre avait entamé une hausse en janvier-février 2020 atteignant 11,10 € en clôture le 23 janvier, avant de subir les effets de la crise sanitaire liée au COVID-19 et chutant à 5,83 € mi-mars 2020, point historiquement le plus bas en clôture.

Pré-covid (date estimée au 21 février 2020), le titre cotait 10,50 € et la moyenne un mois s'établissait à 10,64 € (moyenne la plus élevée des moyennes 1, 3, 6 et 12 mois à cette date).

A la date du 19 juin 2020, dernier cours coté avant annonce de l'Offre, le cours s'établissait à 8,43 € et la moyenne 1 mois à 8,47 €.

Analyse des primes implicites de l'Offre par rapport aux cours de bourse historiques avant l'annonce de l'opération :

Cours	19/06/2020	Prime / offre 12 €
spot	8,43 €	42%
1 mois	8,47 €	42%
3 mois	7,70 €	56%
6 mois	9,02 €	33%
1 an	9,51 €	26%
2 ans	11,03 €	9%
+haut (1 an)	11,88 €	1%
+bas (1 an)	5,83 €	106%

Le prix d'Offre fait ressortir une prime de 42% par rapport au cours spot à la date d'annonce de l'Offre. Il fait également ressortir des primes comprises entre 26 % et 56 % par rapport aux cours moyens pondérés par les volumes sur les périodes 1 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois.

Analyse des objectifs de cours des analystes suivant le titre

Cette référence est donnée à titre indicatif en raison du manque de visibilité des analystes sur les performances de Mediawan en relation avec la crise sanitaire, à la date de leurs recommandations. Le consensus d'analystes anticipait un EBITDA 2020e supérieur à celui du budget révisé de la Société.

Mediawan fait l'objet d'un suivi régulier par cinq bureaux d'analyse : Berenberg, Midcap Partners, Oddo & Cie, la Société Générale et Exane.

Les notes les plus récentes avant annonce de l'Offre font apparaître les cours cibles suivants. Ceux-ci correspondent généralement à des objectifs de cours à 6 ou 12 mois.

Analystes	Date	Obj de cours	Current	Prime vs cours
SG	01/06/2020	11,5	8,80	31%
Berenberg	15/05/2020	10,0	7,75	29%
Midcap	15/05/2020	13,0	7,75	68%
ODDO	14/05/2020	11,0	7,97	38%
Exane	30/03/2020	13,0	6,9	88%
Moyenne		11,7		
Mediane		11,5		

La moyenne des objectifs de cours des analystes (pré annonce de l'opération) s'établit à 11,7 € soit légèrement en-dessous du prix de l'Offre de 12 €.

3.4.2 L'actualisation des flux futurs de trésorerie

Cette méthode consiste, sur la base du plan d'affaires de la Société, à actualiser les flux de trésorerie prévisionnels à un taux reflétant le niveau de rentabilité attendu par le marché à l'égard de cette société. Cette méthode tient compte d'une valeur dite terminale reflétant la rentabilité et la croissance normative de la Société en fin de plan.

Cette méthode permet de prendre en compte les perspectives de développement de la Société à moyen terme.

Les perspectives de développement sont intégrées dans le plan d'affaires de la Société. Ainsi que rappelé en préambule, la Société n'a pas l'habitude d'établir des plans d'affaires détaillés au-delà de 2 ans. Le plan d'affaires qui nous a été communiqué a été établi, pour la période 2022-2025, dans le cadre de l'Opération en liaison avec KKR. Ce plan sert de base à la mesure de la performance des managers dans le cadre du Management Equity Plan étudié en partie 5 ci-après. Ce plan nous paraît raisonnablement ambitieux en termes de croissance et de marge et nous l'avons retenu sans retraitement.

Le plan d'affaires intègre les perspectives de Mediawan stand-alone ainsi que les perspectives de développement des acquisitions récentes Lagardère Studios en France (sous condition suspensive de l'accord de l'Autorité de la concurrence) et The Good Mood en Espagne.

Dans le cadre de nos travaux, nous avons réalisé une évaluation stand-alone de Mediawan et mesuré séparément l'impact de ces acquisitions récentes sur la valeur de la Société.

Analyse du plan d'affaires de la Société – éléments de résultat

Le plan d'affaires présente les prévisions financières du groupe détaillées par grande division (Originals, Animation, Rights et Thematics). Il intègre une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires proche de 6,5 % due à une croissance soutenue dans la branche Originals. La marge d'EBITDA pré-IFRS 16 atteint 14,8% en fin de plan contre 13,8% en 2019, reflétant l'évolution du mix d'activités. La marge d'EBIT passe de 10,6% en 2019 à 13,9% en 2025. Les frais de support représentent en moyenne 2,6% du chiffre d'affaires sur la période.

Nous avons pu analyser l'impact de la crise sanitaire liée au COVID-19 en comparant le budget initial sur les années 2020 et 2021 et le budget mis à jour par rapport aux données connues en 2020 post Covid. Ce budget prend en compte l'impact, production par production, du décalage des tournages et des livraisons et l'impact de la chute de la publicité sur les chaînes thématiques.

Le plan d'affaires prend en compte la montée en puissance des ventes de programmes aux plateformes (type Netflix ou Amazon), qui devrait être facilitée par la réforme de l'audiovisuel public plus protectrice des producteurs.

Les principales évolutions attendues par branche d'activité sont les suivantes :

Production audiovisuelle :

- L'activité Originals devrait enregistrer une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires de 14,4% sur la période 2019-2025 soutenue par les ventes aux plateformes. L'année 2020 est impactée par le décalage des livraisons de séries, les tournages ayant été arrêtés pendant la crise sanitaire et ne reprenant que très progressivement ;
- L'activité Animation doit être appréciée par cycle de 2 ans, les productions étant beaucoup plus lourdes que dans l'activité Originals, ce qui induit un décalage important entre la production et la livraison (il n'y aura pas de livraison par exemple en 2020, mais en 2021 avec Miraculous). Le taux de croissance moyen annualisé du chiffre d'affaires entre 2019 et 2025, deux années de livraison, devrait s'établir à 2% ;
- L'activité Rights devrait voir son chiffre d'affaires progresser de 2,6% par an en moyenne sur la période 2019-2025 avec un ralentissement en 2020, d'autant que les chaînes ont préféré utiliser leurs stocks qu'acheter de nouveaux programmes, pour des raisons de coûts dans un environnement incertain lié à la crise sanitaire ;
- La marge d'EBITDA sera impactée en 2020 et 2021, avec l'arrêt des tournages pendant la crise sanitaire induisant un décalage des livraisons, puis devrait s'améliorer et retrouver le niveau observé en 2019, dès 2021 pour Originals.

Diffusion :

- L'activité Thematics voit son chiffre d'affaires décroître de 2,3% par an en moyenne, en raison notamment d'un marché sous pression (les renégociations de contrat en 2020 n'ont pas été favorables à la Société) ;

- Bien que fortement impactée en 2020 par la baisse de la publicité, la marge d'EBITDA devrait rester relativement stable sur la durée restante du plan, à un niveau inférieur aux marges historiques en raison des conditions plus difficiles imposées par les diffuseurs.

Les frais de support devraient diminuer en 2020, en raison de mesures d'économies de coûts, puis revenir au niveau initialement prévu pré-covid en 2021 (intégrant des recrutements et des investissements informatiques) et se stabiliser sur la durée du plan.

Les dotations aux amortissements des droits d'utilisation selon IFRS 16 ont été retraitées et les loyers versés ont été pris en compte dans l'EBITDA.

La marge d'EBITDA globale passerait de 12% en 2020, en recul par rapport à 2019 qui s'élevait à 13,8%, à 14,8% en fin de plan, sur une base pré-IFRS 16.

Le taux d'imposition retenu sur la durée du plan est celui en vigueur en France.

Analyse du plan d'affaires de la Société – éléments de bilan

Sur la durée du plan d'affaires, les investissements corporels représentent en moyenne 1% du chiffre d'affaires.

La variation de BFR s'appréhende globalement :

- Les investissements nets en contenus (excédent des coûts de production et d'acquisition de droits par rapport aux amortissements des contenus) ;
- La variation des avances diffuseurs, subventions CNC et crédits d'impôt ainsi que la variation des crédits de production, que nous prenons en compte en BFR, et les autres éléments de BFR.

Le taux de conversion EBITDA / cash-flow avant impôt augmente sur la période pour aboutir à près de 76% en fin de plan.

Impact des acquisitions de Lagardère Studios et The Good Mood sur le plan d'affaires

Lagardère Studios a réalisé en 2019 un chiffre d'affaires de 218 millions d'euros et 15 millions de résultat des opérations courantes. En 2020, l'impact négatif du Covid sur son activité de production devrait être significatif. Compte tenu du poids des frais de structure, l'EBITDA devrait connaître un fort effet de ciseau et pourrait s'établir à un niveau proche de 0. Après un net rebond prévu en 2021, la croissance et la marge devraient revenir à des niveaux plus normatifs progressivement sur la durée du plan.

Globalement, la prise en compte des acquisitions dans le plan d'affaires pèse sur la croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires qui passerait de 11,2% à 9,8% sur la période 2020-2025. La marge d'EBITDA globale pré-IFRS 16 atteindrait 12,8% en fin de plan.

Flux normatif

Le flux normatif a été construit à horizon 2025 sur la base d'une croissance du chiffre d'affaires par activité (comprise entre 0% et 11% selon les activités et 2,5% au global) et d'une marge d'EBITDA moyenne de 14,7% (marges très différenciées par segment d'activité), proche de la dernière année du plan.

Les amortissements sont égaux aux investissements corporels, représentant 0,9% du chiffre d'affaires.

Les investissements nets en contenus représentant le coût des programmes (acquisition de droits et coûts de production) net des amortissements ont été fixés à 2,5% du chiffre d'affaires hors activité Thematics, soit le niveau moyen observé sur la durée du plan en tenant compte d'une certaine corrélation à la croissance du chiffre d'affaires Production.

Nous avons maintenu une variation de BFR qui permette au ratio EBITDA / cash-flow avant impôt d'atteindre un niveau proche de 80% (vs 76% en 2025), jugé pérenne.

Le taux d'imposition s'établit à 25,8% en ligne avec le taux d'imposition en France attendu à compter des exercices ouverts au 1^{er} janvier 2022 (y compris contribution exceptionnelle de 3,3 %).

Croissance à l'infini

La croissance à l'infini a été estimée à 2,5% à partir du mix produit des différentes activités (5% sur Originals, 11% sur Animation, 7% sur Rights et 0% sur Thematics) prenant en compte les tendances à moyen terme du secteur.

Taux d'actualisation

Les flux financiers ont été actualisés à mi-année, à compter du 1^{er} juillet 2020 (flux du 2nd semestre 2020 actualisé à 0,5).

Nous avons retenu un taux d'actualisation de 8,4%, déterminé sur la base des éléments suivants :

- un bêta désendetté de 0,8, déterminé sur la base de la moyenne des beta des échantillons de sociétés comparables ;
- une prime de risque de 8,57 % (source : Fairness Finance) observé sur le SBF 120 à fin mai 2020 (non disponible à fin juin) ;
- un taux sans risque, correspondant à la moyenne 3 mois des rendements des obligations d'Etat françaises à 10 ans au 2 juillet 2020, soit -0,02% ;
- une prime de taille de 1,75% (source : Duff & Phelps pour les capitalisations de l'ordre de 500 M€)
- un levier financier cible de 30% en ligne avec les sociétés comparables, et un coût de la dette après impôt de 2,5 %.

Une approche directe pour déterminer le taux d'actualisation aboutirait à un taux de 8,6% (beta de 0,8, prime de risque de 8,57% et prime de taille de 1,75%).

Nous notons que les deux analystes financiers qui indiquent leurs taux d'actualisation se situent entre 7,9% et 9,1%.

Pour conforter notre taux d'actualisation, nous avons demandé à deux sociétés d'analyse, Associés en Finance et Fairness Finance, de nous communiquer leur vision du coût des fonds propres de Mediawan à partir d'informations publiques.

Associés en Finance (AEF) conclut à un coût des fonds propres de 10,12% à la date du 19 juin 2020 intégrant une analyse du risque (risque de prévision, risque financier, risque sectoriel) et compte tenu de la taille de Mediawan. Ce taux conduit à un coût moyen pondéré du capital de 8,4%, avec un gearing de 30% (part de la dette : 23%) et un coût de la dette après impôt de 2,5%. Un calcul direct via le plan WACC du modèle Trival d'Associés en Finance en moyenne 6 mois à fin juin 2020 aboutirait à un WACC à 8,8% et en spot fin juin à 9,16% qui s'explique par une prime de taille (selon le modèle AEF) très élevée.

Fairness Finance conclut à un coût moyen pondéré du capital entre 8% et 8,7% selon la structure d'endettement retenue et indique que compte tenu d'un taux moyen du secteur à 8,9%, « le coût du capital de Mediawan se situe entre 8 % et 8,9 %, avec une valeur centrale de 8,5 %, qui intègre à la fois la stratégie de croissance externe qui lui est propre et la rentabilité moyenne exigée pour les principales entreprises du secteur qui, de par leurs tailles, seraient, elles aussi, susceptibles de contribuer à sa consolidation. »

Le taux de 8,4% que nous avons obtenu nous paraît ainsi cohérent.

Résultat de nos travaux

Sur ces bases, la valeur des fonds propres de la Société s'établit à 378 M€.

- La part revenant aux porteurs de BSAR calculée selon le modèle optionnel présenté en partie 4 ci-après ressort à 11 M€, soit une valeur de 0,51 € par BSAR ;
- La part revenant aux actionnaires s'établit ainsi à 367 M€, soit une valeur de 11,35 € par action.

Les sensibilités à une variation de :

- +/- 0,25 point de taux de croissance ou de taux d'actualisation,
 - +/- 0,5 point de marge d'EBITDA terminale et +/- 0,25 point de taux d'actualisation,
- sont présentées ci-après. Les valeurs par action ainsi obtenues sont les suivantes (en euros) :

		Taux de croissance				
		2,0%	2,3%	2,5%	2,8%	3,0%
Wacc	7,90%	11,69	12,22	12,79	13,40	14,06
	8,15%	11,03	11,52	12,05	12,61	13,22
	8,40%	10,40	10,86	11,35	11,88	12,44
	8,65%	9,81	10,24	10,70	11,19	11,71
	8,90%	9,25	9,65	10,08	10,53	11,02
	9,15%	8,72	9,10	9,50	9,92	10,37

		Marge d'Ebitda				
		13,7%	14,2%	14,7%	15,2%	15,7%
Wacc	7,90%	11,55	12,18	12,79	13,39	13,97
	8,15%	10,85	11,46	12,05	12,63	13,20
	8,40%	10,19	10,78	11,35	11,92	12,47
	8,65%	9,57	10,14	10,70	11,24	11,78
	8,90%	8,99	9,54	10,08	10,61	11,13
	9,15%	8,44	8,97	9,50	10,01	10,52

Selon cette méthode, la valeur par action de la société Mediawan ressort dans une fourchette de 10,70 € à 12,05 €, avec une valeur centrale à 11,35 € par action.

Le prix proposé fait ressortir des primes par rapport aux valeurs résultant de l'analyse des flux futurs actualisés de 12% en fourchette basse et de 0% en fourchette haute.

Impact des acquisitions de Lagardère Studios et The Good Mood sur la valeur

L'impact des acquisitions, après prise en compte du prix d'acquisition, serait relatif sur la valeur de l'action d'environ +0,54 € par action, la valeur centrale atteindrait ainsi 11,90 € pour l'action (valeur centrale à 0,63 € pour le BSAR), toutes choses égales par ailleurs et notamment à taux d'actualisation inchangé.

Le risque d'intégration ainsi que le poids de la dette financière pourraient être pris en considération par l'utilisation d'un taux d'actualisation plus élevé sur les prévisions relatives aux deux sociétés nouvellement acquises.

3.4.3 Les transactions comparables (à titre de recoupement)

Cette méthode consiste à extérioriser les multiples issus d'opérations d'acquisition de sociétés jugées comparables.

Compte tenu des différentes activités de Mediawan (production, distribution et diffusion) nous avons retenu deux échantillons de transactions comparables, l'un portant sur les producteurs de contenus pour les activités de production et de gestion des droits et l'autre portant sur les diffuseurs pour l'activité d'exploitation de chaînes de télévision thématiques.

Nous avons retenu les transactions des derniers 24 mois d'une taille comprise entre 100 et 10.000 millions d'euros pour lesquelles une information suffisante était disponible.

Aucune transaction ne porte sur des cibles véritablement comparables à Mediawan, les informations publiques sur ces transactions sont parfois parcellaires. Nous n'utilisons ainsi cette méthode qu'à titre de recoupement.

Nous avons retenu le multiple d'EBITDA, agrégat le plus pertinent pour évaluer ce type d'activités. L'EBITDA utilisé est celui du dernier exercice clôturé avant la transaction⁵, donc au titre d'exercices clos avant le 31 décembre 2019, ou concerne des sociétés américaines. Ils sont donc pré IFRS 16.

Les multiples extériorisés ont été appliqués à l'EBITDA 2019 de Mediawan. Il convient d'observer que la quasi-totalité de ces transactions a été réalisée avant l'émergence de la crise sanitaire. Cette approche ne tient donc pas compte des impacts de la crise sanitaire en cours.

Echantillons

Le premier échantillon relatif aux activités de production est constitué de :

- L'acquisition de Silvergate Media Group, société de production de programmes de télévision à destination des enfants, par Sony Pictures en décembre 2019 ;
- L'acquisition de Endemol Shine Group, société de production de programmes de télévision néerlandaise (the Voice, Masterchef, Black Mirror...), par Banijay en octobre 2019 ;
- L'acquisition d'Entertainment One, société de production de programmes de télévision à destination des enfants, par Hasbro en août 2019.

⁵ A l'exception de l'acquisition de Tribune Media réalisée en décembre 2018. Pour cette transaction réalisée à une date proche de la clôture 2018, nous avons retenu l'EBITDA 2018 qui nous a paru plus normatif que celui de 2017, année au cours de laquelle la société a réalisé son résultat d'exploitation le plus faible des 4 dernières années

Les multiples d'EBITDA extériorisés par ces transactions sont les suivants :

Date	Cible	Acquéreur	Montant	Devise	x EBITDA
déc.-19	Silvergate Media Group	Sony Pictures	192	\$	12,7x
oct.-19	Endemol Shine Group	Banjay Group	2 023	€	9,6x
août-19	Entertainment One	Hasbro	3 168	£	16,0x
Multiple moyen					12,8x
Multiple median					12,7x

Le second échantillon relatif aux activités de diffusion est constitué de :

- L'offre de Najafi Companies et Trinity Christian Center pour l'acquisition de Tegna, société exploitant 62 stations de télévision et 4 radios aux Etats-Unis (offre non encore confirmée) en mars 2020 ;
- L'acquisition d'Univision Communications premier diffuseur de programmes en espagnol aux Etats-Unis, par Searchlight Capital Partner en février 2020 ;
- L'acquisition de Central European Media Entreprises (CME), société exploitant 30 chaînes de télévision en Europe de l'Est par PPF Group en octobre 2019 ;
- L'acquisition de Mediaset Espana, leader des médias en Espagne, par Mediaset SPA en juin 2019 ;
- L'acquisition de Tribune Media, conglomérat de media (télévision, radio et presse écrite) par Nexstar Media en décembre 2018 ;
- L'acquisition de Raycom, société qui opère 46 stations de télévision dans 18 états aux Etats-Unis, par Gray Television en juin 2018.

Les multiples d'EBITDA extériorisés par ces transactions sont les suivants :

Date	Cible	Acquéreur	Montant	Devise	x EBITDA
mars-20	Tegna	Najafi, Trinity Broadcast	8 563	\$	11,4x
févr.-20	Univision Communications	Searchlight Capital Partners	7 915	\$	8,5x
oct.-19	CME	PPF Group	2 069	\$	9,3x
juin-19	Mediaset España	Mediaset SpA	1 784	€	6,4x
déc.-18	Tribune Media	Nexstar Media	6 414	\$	8,9x
juin-18	Raycom	Gray Television	3 547	\$	11,5x
Multiple moyen					9,3x
Multiple median					9,1x

Nous avons appliqué le multiple moyen de chaque échantillon à l'EBITDA 2019 des activités production et gestion des droits d'une part et diffusion d'autre part.

Les coûts centraux ont été évalués en appliquant le multiple moyen pondéré par l'EBITDA de chaque activité.

Rapport de l'Expert indépendant

Agrégats	31/12/2019
Agrégats production audiovisuelle	49
Multiple moyen	12,8x
Valeur production audiovisuelle	625
Agrégats diffusion	14
Multiple moyen	9,3x
Valeur diffusion	130
Agrégats coûts centraux	(16)
Multiple moyen EBITDA	12,0x
Valeur coûts centraux	-192
Valeur d'entreprise	563
Passage EV / EQ	(186)
Valeur des fonds propres	377
Valeur des fonds propres attribuables aux porteurs de BSAR	11
Valeur par BSAR (22,1m)	0,50 €
Valeur des fonds propres attribuable aux actionnaires	365
Valeur par action (32,3m)	11,31 €

Sur ces bases, la valeur des fonds propres de la Société s'établit à 377 M€.

- La part revenant aux porteurs de BSAR calculée selon le modèle optionnel présenté en partie 4 ci-après ressort à 11 M€, soit une valeur de 0,50 € par BSAR ;
- La part revenant aux actionnaires s'établit ainsi à 365 M€, soit une valeur de 11,31 € par action.

Il s'agit de transactions récentes et réalisées avant le début de la crise sanitaire.

Les acquisitions de Lagardère Studios et The Good Mood intervenant en 2020, nous n'avons pas simulé leur impact sur l'année 2019, considérant implicitement qu'elles étaient réalisées à leur valeur de marché.

3.4.4 Méthode des comparables boursiers (à titre de recoupement)

Cette méthode consiste à extérioriser les multiples issus d'un échantillon de sociétés cotées du même secteur d'activité.

Compte tenu des différentes activités de Mediawan (production et diffusion) nous avons retenu deux échantillons de sociétés cotées, l'un portant sur les producteurs de contenus pour les activités de production et de gestion des droits et l'autre portant sur les diffuseurs pour l'activité d'exploitation de chaînes de télévision thématiques.

Ces échantillons sont cependant très imparfaits, il n'existe en effet pas de société que l'on puisse comparer à Mediawan. Par ailleurs, les cours de bourse utilisés sont des cours post-covid (mais utiliser des cours pré-covid ne serait pas non plus pertinent). Il existe aujourd'hui de fortes incertitudes concernant les conditions de la reprise de l'activité économique. Ces incertitudes se traduisent par une volatilité encore élevée des marchés financiers comme en témoigne le niveau de l'indice VIX (indice de volatilité des marchés américains).

Nous avons retraité par ailleurs les agrégats historiques et prévisionnels des comparables à raison de la norme IFRS 16 (sur la base de l'information disponible, parfois incomplète). C'est pourquoi nous retenons cette approche à simple titre de recoupement.

Nous avons retenu l'EBITDA, agrégat suivi par Mediawan le plus pertinent pour évaluer ce type d'activités.

Nous avons retenu le cours spot des sociétés comparables au 2 juillet 2020 et nous nous sommes assurés que l'utilisation des cours moyens 1 mois restait cohérente avec l'utilisation du cours spot.

Les multiples extériorisés ont été appliqués aux EBITDA 2021 et 2022 de Mediawan. La crise sanitaire actuelle entraîne des reports de production et de livraison et une forte dégradation de l'EBITDA 2020, nous ne l'avons donc pas retenu considérant qu'il ne représentait pas une année de référence.

Pour information et pour tenter de mesurer l'impact de la crise sanitaire sur les valeurs, nous présentons les multiples d'EBITDA 2019 des échantillons calculés (i) sur les cours avant l'impact de la crise sanitaire (cours au 20 février 2020) et (ii) sur les cours pré-annonce de l'Offre (19 juin 2020).

Echantillons

Il n'existe pas de société cotée réellement comparable à Mediawan en termes de taille et d'activité. La méthode des comparables boursiers a été mise en œuvre en utilisant deux échantillons de sociétés cotées, un échantillon Production et gestion des droits et un échantillon Diffusion comme pour la méthode des transactions comparables.

L'échantillon Production et gestion des droits est composé des sociétés suivantes :

- Xilam Animation est une société française produisant des dessins animés en 2D et 3D (Oggy et les cafards, Zig & Sharko, les Dalton, Mr Magoo, Paprika...) pour la télévision et les plateformes. La société a réalisé un chiffre d'affaires de 30 M€ en 2019. Bien que peu liquide en bourse et de petite taille, nous avons retenu cette société qui fait référence en France dans le monde de l'animation ;
- Lions Gate Entertainment est une société américaine de production et de distribution de films et séries pour le cinéma et la télévision (64% du chiffre d'affaires de l'exercice clos au 31 mars 2020). La société exploite aussi la chaîne Starz. La société a réalisé un chiffre d'affaires de 3.890 M\$ au cours de l'exercice clos 31 mars 2020 ;
- Wildbrain est une société canadienne qui produit et distribue des dessins animés et des séries à destination des familles (88% du chiffre d'affaires). La société propose des chaînes de télévision comme Family Channel et Family junior et Télémagino (12% du chiffre d'affaires). La société a réalisé un chiffre d'affaires de 439,8 M \$CAD au cours de l'exercice clos le 30 Juin 2019.

Nous n'avons pas retenu The Walt Disney Company, société de taille beaucoup plus importante que Mediawan (sa capitalisation dépasse 200 milliards de dollars) et dont l'activité est beaucoup plus diversifiée.

Comparables	Var CA N/N-1			% EBITDA/CA		
	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022
Xilam Animation	-12,8%	37,6%	29,4%	29,5%	33,2%	34,1%
Lions Gate Entertainment Corp.	-0,2%	-9,0%	9,2%	12,0%	14,4%	15,4%
WildBrain Ltd.	-6,5%	2,6%	nc	15,3%	15,7%	nc
Moyenne				18,9%	21,1%	24,7%
Mediane				15,3%	15,7%	24,7%

L'échantillon Diffusion comprend un éventail large de sociétés de télévision :

- Atresmedia est une société de télévision espagnole qui exploite Antena 3, la Sexta, Onda Cero et Europa FM. Elle a réalisé un chiffre d'affaires de 978,7 M€ au 31 décembre 2019 ;
- Métropole Télévision est une société de télévision française qui exploite M6, W9, 6TER et Gulli ainsi que des chaînes sur abonnement notamment Paris Première, Teva, Série Club. Elle exploite par ailleurs les radios RTL, RTL2 et Fun Radio. Elle a réalisé un chiffre d'affaires de 1 456 M€ au 31 décembre 2019 ;
- Télévision Française 1 est une société de télévision française qui exploite notamment les chaînes TF1, TMC et LCI. Elle possède aussi des studios de production notamment Newen. Elle a réalisé un chiffre d'affaires de 2 337 M€ au 31 décembre 2019 ;
- ProSiebenSat1 est une société de télévision allemande qui exploite notamment les chaînes SAT.1, Kabel eins et Sixx. Elle est aussi engagée dans la production et la distribution de séries télévisées et de téléfilms au travers du studio de production Red Arrow. Elle a réalisé un chiffre d'affaires de 4 135 M€ au 31 décembre 2019 ;
- Nordic Entertainment est une société de télévision suédoise qui opère en Suède en Norvège et au Danemark. Elle exploite aussi des services de streaming video et un studio de production. Elle a réalisé un chiffre d'affaires de 15 671 MSEK au 31 décembre 2019 ;
- RTL Group est une société de télévision européenne basée au Luxembourg qui détient des participations dans plus de 68 chaînes de télévision, 8 plateformes de streaming, 31 radios et des studios de production au travers de Fremantle. La société a réalisé un chiffre d'affaires de 6 651 M€ au 31 décembre 2019 ;
- Mediaset Spa est une société de télévision italienne qui exploite notamment les chaînes Canale, Italia 1 et Rete 4. Elle détient 51,6% de la société de télévision espagnole Mediaset Espana Comunicacion et près de 25% de ProSiebenSat1. Elle a réalisé un chiffre d'affaires de 2 925 M€ au 31 décembre 2019 ;
- ITV est une société de télévision anglaise qui opère notamment les chaînes ITV, ITV2, ITV3, ITV4, ITVBe. Elle détient son propre studio de production ITV Studios. Elle a réalisé un chiffre d'affaires de 3 308 M€ au 31 décembre 2019.

Nous n'avons pas retenu Mediaset Espana, détenue à 51,6% par Mediaset Spa. Nous l'avons en revanche retenue parmi les transactions comparables.

Rapport de l'Expert indépendant

Comparables	Var CA N/N-1			% EBITDA/CA		
	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022
Atresmedia Corporación de Medios de Comunicac	-14,5%	9,5%	1,1%	10,3%	14,0%	13,7%
Métropole Télévision S.A.	-14,6%	7,5%	-0,4%	20,5%	21,4%	22,5%
Mediaset España Comunicación, S.A.	-16,1%	10,3%	-2,8%	21,0%	23,7%	22,4%
Télévision Française 1 Société anonyme	-15,0%	8,5%	1,7%	14,7%	17,5%	15,9%
ProSiebenSat.1 Media SE	-6,8%	9,3%	4,2%	17,0%	18,6%	18,6%
Nordic Entertainment Group AB (publ)	-15,2%	6,8%	6,0%	10,0%	12,1%	13,0%
RTL Group S.A.	-12,0%	10,1%	0,6%	16,1%	17,6%	18,0%
Mediaset S.p.A.	-15,4%	9,5%	-2,5%	8,9%	13,3%	15,1%
ITV plc	-14,2%	11,5%	1,9%	17,4%	19,2%	20,2%
Moyenne				14,8%	17,3%	17,4%
Mediane				16,1%	17,6%	18,0%

On constate que la crise sanitaire a un impact important sur les prévisions de chiffre d'affaires et de marge d'EBITDA des sociétés comparables.

Pour ces deux échantillons, nous obtenons les multiples d'Ebitda 2020-2022 suivants :

Sociétés	VE/EBITDA		
	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022
Atresmedia Corporación de Medios de Comunicac	8,2x	5,5x	5,5x
Métropole Télévision S.A.	5,5x	4,9x	4,7x
Télévision Française 1 Société anonyme	3,5x	2,7x	2,9x
ProSiebenSat.1 Media SE	7,5x	6,2x	6,0x
Nordic Entertainment Group AB (publ)	17,9x	14,0x	12,2x
RTL Group S.A.	5,3x	4,4x	4,3x
Mediaset S.p.A.	10,5x	6,4x	5,8x
ITV plc	7,6x	6,2x	5,7x
Moyenne	8,2x	6,3x	5,9x
Mediane	7,5x	5,8x	5,6x
Xilam Animation	25,2x	16,2x	12,2x
Lions Gate Entertainment Corp.	9,5x	8,7x	7,5x
WildBrain Ltd.	10,4x	9,9x	nc
Moyenne	15,0x	11,6x	9,9x
Mediane	10,4x	9,9x	9,9x

A titre d'information les multiples 2019 en moyenne 1 mois au 20 février 2020, soit avant la baisse des marchés liée à la prise de conscience de l'importance de la crise sanitaire, se comparent de la façon suivante aux multiples 2019 en moyenne 1 mois pré-annonce de l'Offre (19 juin 2020) :

Sociétés	COVID	
	Pré 31/12/2019	Post
Moyenne Diffusion	7,6x	5,9x
Mediane Diffusion	6,6x	4,9x
Moyenne Production	19,8x	17,3x
Mediane Production	14,9x	14,2x

Sans surprise, les multiples ont chuté post Covid. Il est ainsi difficile de situer le bon niveau de multiple à retenir : la situation pré-Covid ne correspond plus à la réalité de marché, celle post Covid est une réalité d'aujourd'hui empreinte d'incertitude. Ceci conforte le fait de n'utiliser cette méthode qu'à titre de recoupement.

L'application des multiples 2021-2022 aux EBITDA 2021 et 2022 des activités Production et gestion des droits et Diffusion aboutit aux résultats suivants :

Agrégats	EBITDA	
	N+2	N+3
	31/12/2021	31/12/2022
Agrégats production audiovisuelle	57	59
Multiple moyen	11,6x	9,9x
Valeur production audiovisuelle	668	586
Agrégats diffusion	11	10
Multiple moyen	6,3x	5,9x
Valeur diffusion	68	60
Agrégats coûts centraux	(19)	(20)
Multiple moyen EBITDA	10,8x	9,3x
Valeur coûts centraux	-210	-189
Valeur d'entreprise	526	456
Passage EV / EQ	(186)	(186)
Valeur des fonds propres	340	270
Valeur des fonds propres attribuables aux porteurs de BSAR	7	2
Valeur par BSAR (22,1m)	0,31 €	0,09 €
Valeur des fonds propres attribuable aux actionnaires	333	268
Valeur par action (32,3m)	10,32 €	8,30 €

Sur ces bases, la valeur des fonds propres de la Société s'établit entre 270 millions d'euros et 340 millions d'euros.

- La part revenant aux porteurs de BSAR calculée selon le modèle optionnel présenté en partie 4 ci-après ressort entre 2 M€ et 7 M€, soit une valeur par BSAR comprise entre 0,09 € et 0,31 € ;
- La part revenant aux actionnaires s'établit ainsi entre 268 M€ et 333 M€, soit une valeur par action comprise entre 8,30 € et 10,32 €.

La baisse de la valeur par action entre 2021 et 2022 s'explique par la baisse logique du multiple que ne compense pas une hausse de l'EBITDA de Mediawan en raison notamment (i) de la cyclicité de l'activité Animation qui ne devrait pas livrer de programme majeur en 2022 et (ii) de l'érosion de la marge sur Thematics.

Impact des acquisitions de Lagardère Studios et The Good Mood sur la valeur

L'impact des acquisitions, après prise en compte du prix d'acquisition, serait légèrement dilutif sur les années 2021 et 2022 et conduirait à une valeur de l'action entre 8,28 € et 10,09 € en raison d'agréats dégradés de Lagardère Studios sur ces deux années.

3.4.5 Référence aux acquisitions payées en titres de la Société (à titre d'information)

Palomar

Mediawan a acquis le 15 janvier 2019 une participation majoritaire du capital (environ 75%) du premier producteur indépendant de séries, films et documentaires en Italie, Palomar. Le fondateur et dirigeant de Palomar, qui détient le reste du capital de la société, a également reçu environ 680 000 actions Mediawan nouvellement émises.

La valeur retenue dans le cadre de l'émission de ces nouvelles actions Mediawan est de 11,77 €, moyenne entre le cours de bourse moyen pondéré observé entre la publication des comptes semestriels 2018 (le 28 septembre 2018) et la date de l'annonce de l'acquisition de la société (à 12,02 €), les objectifs de cours d'analystes (à 16,03 €) et l'application d'un multiple d'EBITDA de 8,5 qui ressortait de la transaction 2017 sur AB group (7,25 €).

ON Entertainment

Mediawan a finalisé l'acquisition le 7 juin 2018 d'une participation majoritaire du capital (51%) de la société ON Entertainment. Le 14 décembre 2018, Mediawan a augmenté sa participation à plus de 60% via la conversion d'une partie des titres détenus par les fondateurs en 1.000.000 d'actions Mediawan nouvellement émises.

La valeur retenue dans le cadre de l'émission de ces nouvelles actions est de 12,94 €, obtenue selon la même méthodologie que pour l'acquisition de Palomar, avec un cours de bourse moyen pondéré de 12,81 €, un objectif de cours de 16,55 € et une valeur par multiple de 9,10 €.

Les valeurs relatives de l'action Mediawan servant de référence dans le cadre de ces acquisitions étaient ainsi essentiellement le reflet du marché du titre de l'époque et n'apportent pas d'information supplémentaire sur la valeur de la Société. Nous ne les retenons pas dans l'analyse, le cours de bourse étant déjà une référence retenue à titre principal.

4. Evaluation des BSAR émis par Mediawan

4.1 Caractéristiques des BSAR émis

La Société a émis 25,6 millions de bons de souscriptions d'actions rachetables (« BSAR ») au moment de son introduction en bourse.

A la date de l'Offre, il reste 22 074 423 BSAR exerçables jusqu'au 1^{er} avril 2022, à un prix d'exercice de 11,5 €, 2 BSAR étant nécessaires pour souscrire une action Mediawan.

S'agissant de bons de souscription, l'exercice des BSAR donnerait lieu à l'émission d'actions nouvelles. Dans cette hypothèse, 11 037 211 actions nouvelles seraient émises entraînant une forte dilution (33% environ) dont il convient de tenir compte dans l'évaluation.

Il existe une clause de forçage avec un rachat anticipé possible des BSAR par la Société à 0,01€ si le prix de l'action dépasse 18 € durant 20 jours compris dans une période de 30 jours de bourse consécutifs.

Pour évaluer le BSAR, nous avons :

- étudié son cours de bourse
- observé sa valeur intrinsèque ressortant du prix d'Offre de 12 € par action
- procédé à une évaluation selon un modèle optionnel

4.2 Référence au cours des BSAR

Au cours des deux dernières années, le cours du BSAR a évolué de la façon suivante :



Source : Euronext

La liquidité des BSAR est modérée avec 3,9 millions de BSAR échangés sur 1 an, soit 18% du nombre de BSAR en circulation. Tout achat/vente a ainsi un impact significatif sur le cours.

Le cours du BSAR a atteint un point haut en clôture à 1,5 € le 14 juin 2018 alors que le cours de l'action Mediawan atteignait 14,9 €. Depuis mi-2019, le cours a régulièrement baissé jusqu'à atteindre 0,29 € le 13 décembre. Il a coté quelques jours au-dessus de 0,60 € entre le 30 décembre 2019 et le 9 janvier 2020, puis s'est replié jusqu'à atteindre un plus bas le 3 avril 2020 à 0,13 € alors que le cours de l'action Mediawan s'élevait à 6,62 €.

Avant annonce de l'Offre, le 19 juin 2020, le BSAR cotait 0,23 €.

4.3 Valeur intrinsèque

Le prix de l'Offre à 12,00 € par action fait ressortir une valeur intrinsèque du BSAR à 0,25 € (prix d'exercice à 11,50 €, 2 BSAR nécessaires pour souscrire une action nouvelle).

4.4 Evaluation optionnelle

Dans le cas présent, s'agissant d'une option à l'américaine (le BSAR est exerçable à tout moment) et avec une clause de forçage, l'outil le plus adapté parmi les outils habituels (formule de Black-Scholes, Arbres binomiaux et simulations de Monte Carlo) est l'arbre binomial.

L'ampleur du nombre d'actions à créer en cas d'exercice des BSAR (environ 33% des actions existantes) rompt la symétrie entre le potentiel de hausse et le potentiel de baisse de l'action. Pour prendre en compte cette asymétrie, nous avons raisonné dans un univers non dilué (en corrigeant valeur du sous-jacent et volatilité), puis avons pris en compte la dilution en multipliant la valeur du BSAR non dilué par le ratio entre le nombre d'actions existantes rapporté au nombre d'actions après dilution.

4.4.1 Paramètres d'évaluation

Les paramètres entrant dans l'évaluation du BSAR non dilué sont le cours du sous-jacent non dilué, la volatilité du sous-jacent sur une période identique à la durée de vie résiduelle du BSAR, le taux sans risque, le taux de dividende et la marge de prêt-emprunt sur titre.

Taux sans risque

Le taux sans risque à échéance du 1/4/2022 était de -0,54% au 3 Juillet 2020 (source courbe de swaps contre Euribor 1 mois).

Valeur du sous-jacent

Nous retenons le prix de l'Offre à 12 € comme représentatif de la juste valeur de l'action Mediawan. La valeur du sous-jacent non dilué est égale au prix de l'Offre sur l'action majoré du prix de l'Offre sur les BSAR (0,65 €) rapporté à une action, soit 12,44€ par action non diluée.

Volatilité du sous-jacent

La volatilité de l'action Mediawan a été estimée selon deux sources :

- la volatilité implicite des échanges de BSAR
- la volatilité historique telle qu'elle résulte de l'observation de séries mensuelles

La moyenne depuis l'origine des volatilités implicites pré-covid pondérées par les volumes ressort à 23% avant correction liée à la dilution et 26% après correction. La moyenne un an des volatilités historiques sur séries mensuelles pré-covid ressort à 24% avant correction liée à la dilution et à 28% après correction.

Marge de prêt-emprunt sur titres (ou marge de repo)

Les modèles quels qu'ils soient (Black-Scholes, Binomial ou Monte-Carlo) intègrent une actualisation à un taux sans risque, ce qui suppose que l'acquéreur du BSAR couvre son risque en vendant des actions qu'il n'a pas. Pour pouvoir vendre ces titres, il doit les emprunter et cela a un coût : la marge de repo.

Ce raisonnement se heurte à l'absence de marché de repo sur le titre Mediawan, d'autant qu'il faudrait vendre un nombre considérable d'actions pour obtenir un portefeuille risque neutre (plus de 5 millions d'actions pour un delta de 50%). Dans ces conditions, il est d'usage, pour le pricing des dérivés et notamment des obligations convertibles, de retenir une marge significative pouvant aller jusqu'à 5%. Nous avons retenu des marges de repo comprises entre 3% et 5%.

Dividende

La Société ne distribue pas de dividende.

4.4.2 Résultats obtenus

L'application de cette méthode aboutit à la fourchette de valeurs suivante :

		Volatilité				
Repo		25%	26%	27%	28%	29%
	3%	0,65 €	0,67 €	0,70 €	0,72 €	0,74 €
	4%	0,63 €	0,65 €	0,67 €	0,69 €	0,71 €
	5%	0,60 €	0,62 €	0,64 €	0,66 €	0,68 €

Le prix de 0,65 € offert dans le cadre de l'Opération se situe dans la fourchette de nos valeurs. Il correspond à la valeur obtenue en retenant la moyenne des volatilités implicites (26%) et une marge de repo de 4%.

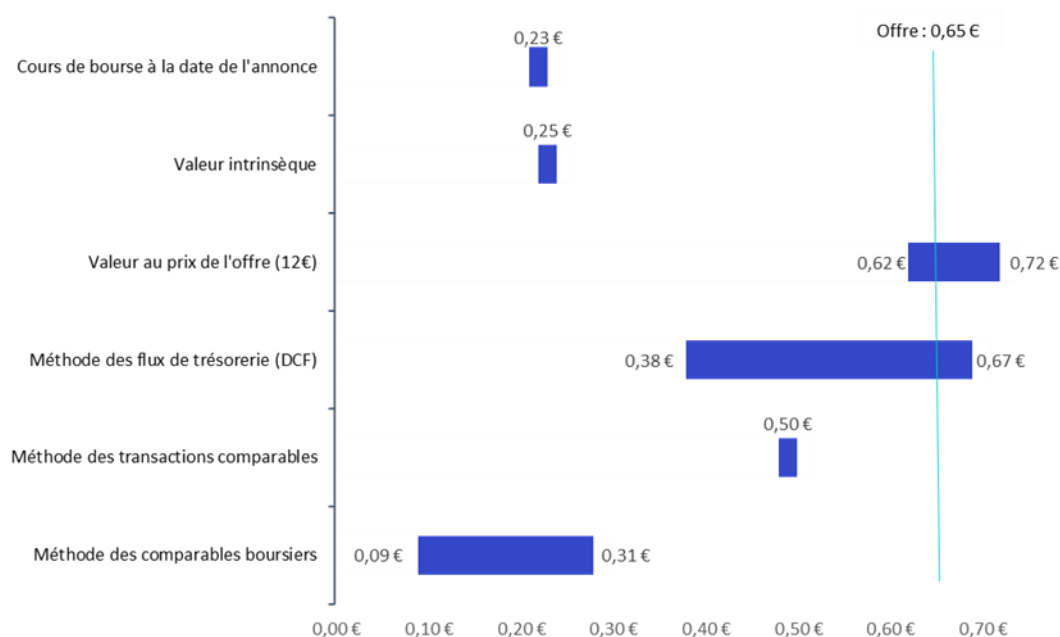
L'application de ce modèle :

- à un cours du sous-jacent égal au cours de bourse de Mediawan avant annonce de l'Offre le 19 juin à 8,43 € fait ressortir une valeur du BSAR de 0,08 €
- à un cours pré-covid le 21 février à 10,50 € donne une valeur du BSAR de 0,29 €

4.4.3 Autres évaluations des BSAR

Dans le cadre de nos travaux sur l'évaluation des actions Mediawan selon différents critères, nous avons retenu une approche consistant à partager la valeur des capitaux propres résultant de l'évaluation entre valeur des actions diluées et valeur des BSAR avec une méthode similaire à celle qui est exposée ci-dessus et pour base une action non diluée égale à la valeur des fonds propres globaux rapportés aux actions émises.

La valeur des BSAR selon les différentes références et méthodes est la suivante :



Le prix proposé dans le cadre de l'Offre se situe dans la fourchette haute des références et méthodes utilisées.

5. Appréciation des accords connexes

5.1 Apports de titres Leonine par KKR à l'Initiateur et acquisition de GTO bis

L'Accord prévoit l'apport par Show TopCo à l'Initiateur d'une participation minoritaire dans Show Holding SCA (qui détient le groupe allemand Leonine) ainsi que l'acquisition par l'Initiateur de la société GTO bis appartenant à Groupe 3è Œil, membre du Consortium, lui-même détenu par Pierre-Antoine Capton, Fondateur.

Pour ces deux sociétés, nous avons eu accès aux rapports de due diligence (vendor due diligence concernant GTO), ainsi qu'aux plans d'affaires et avons pu analyser les prix fixés dans l'Accord au regard d'une approche de la valeur des sociétés.

Leonine

La société est de constitution récente, l'exercice 2019 ne compte ainsi que 8 mois. La société est comparable à Mediawan en ce sens qu'elle a été constituée par acquisition de plusieurs sociétés et intervient dans le domaine de la production audiovisuelle, de la gestion de droits et de la distribution. Elle est de surcroît de taille comparable.

L'année 2020 est impactée par le Covid en raison de l'arrêt des tournages et du décalage de livraison de programmes, dans une moindre mesure cependant que Mediawan, des livraisons significatives ayant déjà été réalisées au premier trimestre. Le plan sur les années 2021-2024 prévoit une croissance soutenue, mais moindre que celle de Mediawan. La marge d'EBITDA atteint 13,3% en fin de plan (vs 13,1% en 2019).

La valeur de Leonine (valeur relative destinée à fixer la parité) prévue dans l'Accord fait ressortir des multiples d'EBITDA en ligne ou légèrement inférieurs⁶ à ceux déterminés sur Mediawan sur la base du prix d'Offre. L'application de ces multiples à Mediawan ne conduirait ainsi pas à une valeur supérieure au prix d'Offre.

Cette valeur est par ailleurs confortée par une analyse DCF en retenant en valeur terminale les mêmes hypothèses que celles retenues pour Mediawan (notamment en termes de marge, donc bien supérieure à la marge du plan Leonine) et les mêmes taux d'actualisation et croissance à l'infini.

Au global, la valeur relative de Leonine apparaît en haut de fourchette selon une analyse DCF, et les multiples induits par cette valeur sont globalement en ligne avec ceux déterminés sur Mediawan sur la base du prix d'Offre.

⁶ Hors année 2020 au titre de laquelle le multiple d'EBITDA Mediawan est bien plus élevé compte tenu du fort impact de la crise sanitaire

Acquisition de GTO bis

Groupe 3è Œil produit principalement des programmes de flux pour des chaînes françaises, dont « C'est à vous » et a construit une relation durable avec le groupe France Télévisions. La société s'est récemment structurée avec un directeur général en provenance de Lagardère Studios et un responsable de la fiction en provenance de Newen, pour développer l'activité Fiction.

Impactée par le Covid en 2020, notamment sur la fiction (le programme « C'est à vous », lui, a continué d'être produit et diffusé), elle a cependant réussi à consolider un pipeline de programmes significatif qui devrait se concrétiser en 2021 (qui démarre au 1^{er} août 2020) et 2022 (qui démarre le 1^{er} août 2021).

Le prix prévu dans l'Accord fait ressortir un multiple de chiffre d'affaires 2019 en ligne avec le marché. Le multiple d'EBITDA 2019 est en revanche très élevé. Compte tenu du développement prévu (avec un pipeline sécurisé à plus de 80% sur l'année 2021, qui démarre le 1^{er} août 2020, et à plus de 50% sur l'année 2022), les multiples d'EBITDA prospectifs 2021 et 2022 nous paraissent valablement pouvoir être considérés. Le multiple reste supérieur à celui de Mediawan sur 2021 mais ressort à un niveau bien inférieur en 2022. Une analyse DCF sur la base d'un taux d'actualisation à 9% intégrant le risque lié à la prévision de croissance soutenue en 2021 et 2022 conforte le prix retenu dans l'Accord.

Au global, il s'agit d'une petite société de niche en plein essor, bénéficiant d'une empreinte forte dans le paysage audiovisuel français. Le multiple de chiffre d'affaires 2019 est en ligne avec le marché. Les multiples d'EBITDA prospectifs et l'analyse DCF confortent le prix retenu dans l'Accord. Ce prix n'est ainsi pas susceptible de s'analyser comme un complément de prix ou de remettre en cause les conditions de l'Offre.

5.2 Management Equity Plan

Les managers et parmi eux certaines personnes physiques impliquées dans la transaction à titre principal se verront proposer de participer à un « Management Equity Plan ». Nous avons donc revu les termes de la proposition pour apprécier le risque d'un éventuel conflit d'intérêt.

Le plan proposé est au niveau de BidCo Breteuil, l'Initiateur, et ses conditions d'activation dépendent donc de la performance d'ensemble des actifs de cette société (incluant Leonine) et pas seulement celle de Mediawan. Le plan comprend (i) un investissement du management en instruments pari passu avec les actionnaires financiers, (ii) un investissement en actions de préférence dites « ratchet » et (iii) l'attribution d'actions gratuites.

La proportion des valeurs terminales de ces instruments est variable selon la performance de l'entreprise. Les instruments payants seront souscrits à la valeur de marché, le cas échéant déterminée à dire d'expert.

Les différents instruments ne prennent de valeur que si la performance de l'actif net est d'au moins 8% par an, mesurée sur 4 ans, la performance de ces instruments variant, au-delà de ce seuil, en fonction des performances de l'entreprise.

Ces plans d'investissement et d'attribution d'actions gratuites sont proposés à un nombre réduit de managers et comportent une réserve de 30% pour de nouveaux managers qui rejoindraient le projet.

Le plan de Bidco s'accompagne de deux autres plans, l'un préexistant au niveau de Leonine et l'autre à venir au niveau de Mediawan. Ces plans sont de moindre ampleur que le plan Bidco avec pour Mediawan une limite de dilution du capital social pour l'ensemble des plans fixée à 2% du capital sur une période de quatre ans.

Les paramètres de ce plan, qu'il s'agisse du profil de risque et opportunité des instruments ou des seuils en-deçà desquels ils ne permettent pas aux actionnaires minoritaires du plan de constater une plus-value nous paraissent en ligne avec les pratiques dans ce domaine.

Conclusion

En ce qui concerne l'apport d'une participation minoritaire dans Léonine à l'initiateur, sa valeur n'apparaît pas sous-évaluée. Cet apport n'est donc pas de nature à constituer une contrepartie à un apport par les fondateurs à l'Initiateur de leurs actions Mediawan à un prix décoté. Les multiples ressortant de la valeur relative attribuée à Léonine sont globalement en ligne avec ceux ressortant de l'Offre Mediawan.

En ce qui concerne l'acquisition de GTO par l'Initiateur, il permet d'aligner les intérêts d'un des fondateurs et de KKR. Sa valorisation est conforme aux caractéristiques de la société. Cette acquisition n'est pas susceptible de s'analyser comme un complément de prix ou de remettre en cause les conditions de l'Offre. Nous rappelons de surcroît que Pierre-Antoine Capton s'est engagé à réinvestir 50% des produits de la cession dans le cadre de l'Opération.

Le management equity plan apparaît conforme aux pratiques d'intéressement des managers dans ce domaine.

L'analyse de ces accords connexes impliquant les membres du concert ne font pas apparaître d'éléments susceptibles de remettre en cause l'équité de l'Offre.

6. Analyse des éléments d'appréciation du prix mentionnés dans la note d'information

La Société Générale (ci-après « la banque présentatrice »), a préparé les éléments d'appréciation du prix de l'Offre figurant à la section 3 du projet de note d'information en date du 3 juillet 2020.

Dans le cadre de notre mission nous avons analysé ces éléments et nous nous sommes rapprochés de la Société Générale et de ses équipes en charge de la rédaction des éléments d'appréciation du prix offert par action et par BSAR.

6.1 Analyse des travaux relatifs à l'appréciation du prix offert par action

6.1.1 Présentation des méthodes écartées

La banque présentatrice a écarté les méthodes suivantes : Actif Net Comptable, Actif Net Réévalué, méthode du rendement.

Nous n'avons pas de divergence d'appréciation sur ce point.

6.1.2 Présentation des méthodes retenues

La banque présentatrice a retenu les méthodes suivantes :

- l'actualisation des flux futurs de trésorerie,
- l'analyse du cours de bourse,
- l'analyse des objectifs de cours,
- la méthode des comparables boursiers,
- la méthode des transactions comparables

Nous n'avons pas de divergence avec la banque présentatrice sur le choix des méthodes d'évaluation. Nous avons intégré dans notre rapport, à titre d'information, la référence aux acquisitions payées en titres de Mediawan.

S'agissant de la méthode des comparables boursiers et des transactions comparables nous avons utilisé comme la banque présentatrice une approche par la somme des parties en construisant des échantillons différents pour l'activité production et gestion des droits et l'activité diffusion.

Nous présentons cependant la méthode des comparables boursiers et des transactions comparables à titre de recoupement. Ces méthodes nous semblent plus fragile en raison des différences de taille, de diversification et d'activité des sociétés comparables. Enfin il existe aujourd'hui de fortes incertitudes concernant les conditions de reprise de l'activité économique. Ces incertitudes se traduisent par une volatilité des marchés financiers encore élevée comme en témoigne le niveau de l'indice VIX. En fonction de l'évolution de la crise sanitaire et de la reprise économique, les cours des sociétés sont susceptibles de connaître de fortes variations à la hausse ou à la baisse à court terme.

6.1.3 Données financières

Nombre de titres retenus

Le nombre de titres retenu par la banque présentatrice s'établit à 32 303 059 actions hors autocontrôle. Nous retenons le même nombre de titres.

6.1.4 Éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

La banque présentatrice retient une dette nette corrigée de 344 millions d'euros.

Les principales différences avec le montant de 186,1 millions d'euros que nous retenons sont les suivantes :

- la valorisation des BSAR pour 14 millions d'euros. Nous les avons traités à part compte tenu de la forte dilution potentielle en répartissant la valeur des fonds propres obtenue selon chaque méthode, entre porteurs d'actions et porteurs de BSAR ;
- le prix d'acquisition (y compris intérêts minoritaires et earn out) des sociétés Lagardère Studios et The Good Mood pour 128 millions d'euros, dans la mesure où la banque présentatrice se base sur le plan d'affaires du management incluant ces acquisitions. Nous nous sommes basés sur le plan d'affaires du management sans prendre en compte ces acquisitions, et donc sans prendre en compte le prix d'acquisition dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres ;
- la non prise en compte par la banque présentatrice de la valeur d'un immeuble hors exploitation pour 6,6 millions d'euros ;
- la non prise en compte de la valeur actualisée des déficits reportables que nous retenons pour 7,2 millions d'euros ;
- l'écart résiduel s'explique par des écarts individuellement peu significatifs sur les montants retenus au titre des provisions à caractère de dettes et des puts et intérêts minoritaires.

6.1.5 Méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie

Prévisions retenues

Comme nous, la banque présentatrice a fondé ses travaux sur le plan d'affaires 2020-2025 établi par le management en liaison avec KKR, sans y apporter de corrections.

La banque présentatrice a retenu le plan d'affaires incluant les sociétés Lagardère Studios et The Good Mood Productions alors que nous avons retenu le plan d'affaires avant acquisitions, considérant implicitement qu'elles étaient réalisées sur la base d'une valeur de marché. Nous avons chiffré séparément l'impact des synergies incluses dans le business plan.

Taux d'actualisation

La banque présentatrice a retenu un taux d'actualisation de 8,44%, correspondant à :

- un taux sans risque de 0 % fondé sur le taux France OAT 10 ans - source Société Générale, Bloomberg (moyenne historique sur 3 mois) ;
- une prime de risque de 8,6 % - source Société Générale, Bloomberg (moyenne historique sur 3 mois) ;
- un bêta ré-endetté de 1,1 calculé à partir de la moyenne sur 5 ans des bêtas désendettés mensuels de sociétés cotées comparables - Source : Capital IQ ;
- un coût de la dette avant impôt de 3,0% et un taux de taxe de 25,8% – Source : sociétés, KPMG ;
- un ratio dette sur fonds propres futur (gearing) de 20,0%.

Nous avons retenu un taux d'actualisation de 8,4%. Les principales différences tiennent au niveau de la prime de taille, du gearing et du beta retenus.

Résultats obtenus

Sur la base des éléments présentés ci-avant, la banque présentatrice conclut à une valeur par action de 11,28 € en valeur centrale, y compris acquisitions.

Nos travaux conduisent à une valeur centrale de 11,35 € hors acquisitions mais de 11,90 € y compris acquisitions. L'écart de valeur est essentiellement lié à notre vision différente du passage valeur d'entreprise – valeur des fonds propres.

6.1.6 Méthode des transactions comparables

Nous avons construit un échantillon de transactions comparables en choisissant des transactions dont la valeur d'entreprise était supérieure à 100 M€ et inférieure à 10 000 M€ et intervenues dans les 24 mois à la date de l'Offre, aux Etats-Unis et en Europe.

Dans ce cadre, nous avons exclu de l'échantillon Production et gestion des droits :

- l'acquisition de Twenty First Century Fox par Walt Disney (62 Md€) ;
- l'acquisition de Thunderbird Entertainment par Golden Secret (56 M€) ;
- l'acquisition de Ludorum Enterprises par Herschend Entertainment Studios (10 M€) ;
- l'acquisition de Makever par Mediawan intervenue en mars 2018 ;
- l'acquisition de The Mark Gordon par Entertainment One intervenue en janvier 2018.

Sur la base de ces mêmes critères nous avons modifié l'échantillon Diffusion :

- Nous avons intégré :
 - l'acquisition de Mediaset Espana par Mediaset SPA
 - l'acquisition de Tribune Media par Nexstar
 - l'acquisition de Raycom par Gray Television
- Nous avons exclu :
 - l'acquisition de Media Capital par Cofina, Cofina ayant renoncé à l'acquisition faute de financement
 - l'acquisition de Viacom par CBS (19 Md€)

Sur la base de ces échantillons, les multiples moyens que nous avons déterminés sont supérieurs à ceux de la banque présentatrice. Cependant ils ne sont pas appliqués au même périmètre, la banque présentatrice prenant en compte les acquisitions.

Sur la base des éléments présentés ci-avant, la banque présentatrice conclut à une valeur par action de 11,15 € y compris acquisitions.

Nos travaux conduisent à une valeur par action de 11,31 €, hors acquisitions. Dans le cadre de la méthode des transactions, s'agissant de transactions très récentes, nous considérons que les valeurs de Lagardère Studios et de The Good Mood sont égales à leur prix de transaction. Nous examinons la valeur des synergies attendues de ces acquisitions dans le cadre de l'analyse DCF.

6.1.7 Méthode des comparables boursiers

Nous avons retenu pour ce qui concerne l'échantillon de sociétés comparables de l'activité Production et gestion de droit le même échantillon que la banque présentatrice.

S'agissant de l'échantillon de sociétés comparables Diffusion, nous avons exclu la société Mediaset Espana, prise en compte dans le cadre des transactions comparables et détenue à plus de 50% par Mediaset S.P.A elle-même comprise dans l'échantillon de sociétés cotées comparables Diffusion.

Les multiples moyens obtenus sur ces échantillons ne sont pas matériellement différents de ceux obtenus par la banque présentatrice.

A la différence de la banque présentatrice nous appliquons ces multiples à Mediawan avant acquisitions récentes. Nous examinons séparément la valeur des synergies attendues de ces acquisitions.

Sur la base des éléments présentés ci-avant, la banque présentatrice conclut à une valeur par action de 9,12 € sur la base des multiples 2021 et de 7,81 € sur la base des multiples 2022.

Nos travaux conduisent à une fourchette de prix par action comprise entre 8,30 € et 10,32 €, hors acquisitions. La prise en compte des acquisitions dans cette méthode est légèrement dilutive sur la valeur de l'action.

6.1.8 Analyse du cours de bourse

L'analyse réalisée par la banque présentatrice sur le cours de bourse n'appelle pas de commentaires de notre part. Les quelques différences mineures sur les cours moyens pondérés par les volumes proviennent de différences de sources.

6.2 Analyse des travaux relatifs à l'appréciation du prix offert par BSAR

6.2.1 Références au cours de bourse et référence à la valeur intrinsèque

La banque a analysé le cours de bourse du BSAR, étude que nous avons-nous même réalisée. Nous avons également indiqué la valeur intrinsèque du BSAR.

6.2.2 Modèle de valorisation et paramètres utilisés

La banque indique dans son rapport avoir utilisé un modèle de Black & Scholes en utilisant les paramètres suivants :

- Date de maturité au 1er avril 2022 ;
- Taux sans risque (fondé sur une maturité en ligne avec celle du BSA) : -0,35% (Source Bloomberg au 19 juin 2020) ;
- Marge de prêt-emprunt de 4-5% prenant en compte la très faible liquidité de l'action Mediawan ;
- Volatilité de l'action attendue à long terme par les investisseurs financiers de 20-25%, compte tenu du niveau de la volatilité 250j de l'action Mediawan historiquement et de la très faible liquidité du titre.

Nous comprenons après discussion avec ses équipes que la banque présentatrice a utilisé, comme nous, un algorithme d'arbre binomial avec une diffusion selon un modèle de Black-Scholes. La banque présentatrice a tenu compte du caractère anormalement auto-dilutif des BSAR en ajustant la fourchette de volatilités à la baisse.

Nous avons directement intégré dans notre modèle :

- une volatilité plus élevée correspondant à la moyenne entre la moyenne des volatilités implicites pondérées par les volumes après correction liée à la dilution (26%) et la moyenne un an des volatilités historiques sur séries mensuelles après correction liée à la dilution (28%) ;
- le caractère anormalement auto-dilutif des BSAR en tenant compte du ratio entre les actions existantes et la somme des actions existantes et à créer.

En ce qui concerne le taux sans risque et la marge de repo, nous n'avons que des différences minimales d'appréciation.

Nous aboutissons, avec une méthode et des volatilités différentes de celles de la banque présentatrice à des résultats voisins. Le prix de l'Offre est dans notre fourchette d'évaluation

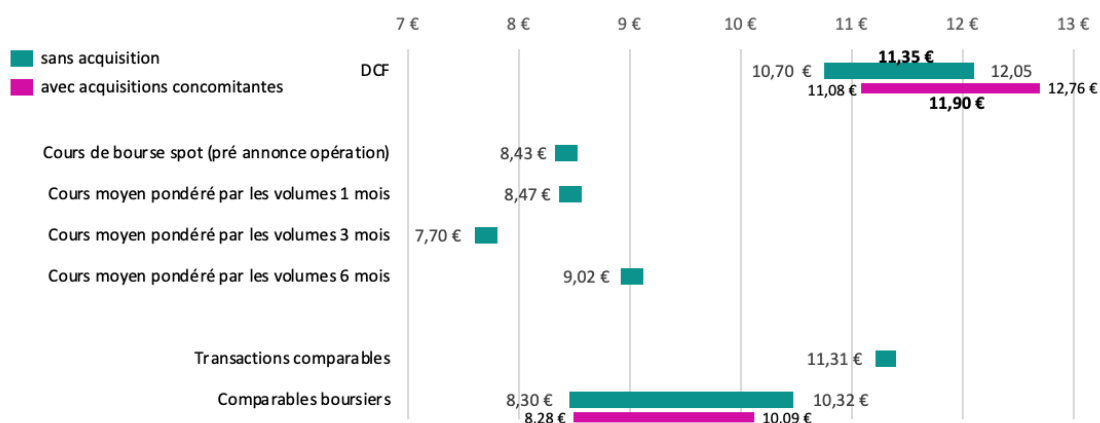
7. Réponse aux éventuels courriers reçus d'actionnaires

Nous n'avons reçu aucun courrier ou demande d'actionnaires minoritaires.

8. Synthèse de nos travaux et attestation sur le caractère équitable du prix offert

8.1 Synthèse de nos travaux d'évaluation

A l'issue de nos travaux, nous présentons ci-dessous les valeurs résultant des méthodes d'évaluation que nous avons jugé pertinentes :



A périmètre équivalent avec la banque présentatrice, c'est-à-dire en tenant compte des acquisitions concomitantes de Lagardère Studios et The Good Mood, le prix offert dans le cadre de l'Offre, soit 12 € par action, fait ressortir les primes suivantes par rapport aux valeurs résultant des méthodes d'évaluation que nous avons jugé pertinentes :

Méthodes	Références	Valorisation en € expert indépendant	Prime / (décote) sur le prix d'Offre (12 €)	Etablissement présentateur
Méthodes retenues à titre principal	DCF	11,90 €	1%	11,28 €
	DCF hors acquisition	11,35 €	6%	
	Cours de bourse spot (pré annonce opération)	8,43 €	42%	8,43 €
	Cours moyen pondéré par les volumes 1 mois	8,47 €	42%	8,53 €
	Cours moyen pondéré par les volumes 3 mois	7,70 €	56%	7,59 €
Méthodes retenues à titre de recoupement	Cours moyen pondéré par les volumes 6 mois	9,02 €	33%	8,93 €
	Transactions comparables	11,31 €	6%	11,15 €
	Comparables boursiers	8,28 € 10,09 €	45% 19%	7,81 € 9,12 €

La valeur des BSAR selon les différentes références et méthodes est la suivante :

Références	Valorisation en € expert indépendant		Prime / (décote) sur le prix d'Offre (0,65 €)		Etablissement présentateur
Cours de bourse à la date de l'annonce	0,23 €		183%		0,23 €
Valeur intrinsèque	0,25 €		160%		0,25 €
Valeur au prix de l'Offre	0,62 €	0,72 €	5%	-10%	0,64 €
<u>Valeur induite :</u>					
DCF	0,38 €	0,67 €	71%	-3%	
Transactions comparables	0,50 €		30%		
Comparables boursiers	0,09 €	0,31 €	622%	110%	

8.2 Attestation sur le caractère équitable de l'Offre

Le Conseil de surveillance de la Société, sur recommandation du Comité ad hoc, nous a désignés en qualité d'expert indépendant sur le fondement de l'article 261-1 du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers (« RGAMF »), et en particulier :

- en application du paragraphe I. 2°, compte tenu du fait que le président du Directoire de Mediawan et plusieurs membres de son conseil de surveillance seront parties prenantes à l'Opération et initieront indirectement l'Offre, par l'intermédiaire de BidCo Breteuil ;
- en application du paragraphe I. 4°, du fait des opérations connexes (apport d'une partie des titres Leonine détenus par Show TopCo, vente de l'activité audiovisuelle de GTO à l'Initiateur, mise en place d'un management package) ou concomitantes à l'Offre (dont notamment l'acquisition par Mediawan de la société Lagardère Studios et de The Good Mood) susceptibles d'avoir un impact significatif sur l'appréciation du prix offert ;
- en application du paragraphe I. 5°, compte tenu du fait que l'Offre porte sur des instruments financiers de catégories différentes (actions ordinaires et bons de souscription émis par Mediawan).

Notre Mission consiste à porter une appréciation sur l'équité des conditions financières offertes aux actionnaires et aux porteurs de BSAR de Mediawan, société visée par l'Offre de BidCo Breteuil selon la procédure prévue à l'article 232-1 et suivants du RGAMF.

Notre mission a plus précisément consisté à : d'une part, nous assurer que les termes de l'accord de Consortium conclu entre les Fondateurs, MACSF et Show TopCo ne contenaient pas de mécanisme s'apparentant à un complément de prix pour les Fondateurs ou de disposition qui modifiait substantiellement la consistance de Mediawan après prise de contrôle par l'Initiateur (qui serait contrôlé par les Fondateurs) ; et d'autre part, nous assurer de l'équité des prix offerts pour l'action et le BSAR Mediawan au regard d'une analyse de leur valeur.

Concernant l'appréciation des termes de l'Accord :

- La gouvernance de Mediawan sera modifiée à la suite de la prise de contrôle par l'Initiateur avec notamment l'instauration de règles de majorité qualifiée pour certaines dispositions importantes, qui paraissent usuelles ;
- Les apports préalables seront réalisés sur les mêmes bases que le prix d'Offre et le mécanisme de liquidité pour les actions gratuites indisponibles en cas de mise en œuvre d'un retrait obligatoire, sera mis en place à dire d'expert en cohérence avec le prix de l'Offre.

L'Opération comporte par ailleurs trois accords connexes que nous avons étudiés :

- En ce qui concerne l'apport d'une participation minoritaire dans Léonine à l'Initiateur : la valeur retenue pour déterminer la parité ne semble pas sous-évaluer Leonine, cet apport (de surcroît d'une participation minoritaire) n'est donc pas de nature à constituer une contrepartie à une valeur d'apport par les Fondateurs à l'Initiateur de leurs actions Mediawan qui serait décotée ;
- En ce qui concerne l'acquisition de GTO bis, société appartenant à Pierre-Antoine Capton, par l'Initiateur, il nous paraît que la valeur ressortant de l'Accord est conforme aux caractéristiques de la société. Cette acquisition n'est pas susceptible de s'analyser comme un complément de prix ou de remettre en cause les conditions de l'Offre. Nous rappelons de surcroît que Pierre-Antoine Capton s'est engagé à réinvestir 50% des produits de la cession dans le cadre de l'Opération ;
- Le Management Equity Plan, tel que décrit dans le projet de note d'information apparaît également conforme aux pratiques d'intéressement et d'investissement des managers dans les opérations de cette nature. Il ne fait pas apparaître d'éléments de nature à remettre en cause le caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier.

L'analyse de l'Accord incluant les accords connexes impliquant les membres du Consortium ne fait pas apparaître d'éléments susceptibles de remettre en cause l'équité de l'Offre.

Concernant l'appréciation du prix proposé aux actionnaires de Mediawan, nous observons, à l'issue de nos travaux, que le prix de 12 € par action :

- fait ressortir une prime de 42 % sur le cours de bourse de la Société au 19 juin 2020 avant annonce de l'Opération et des primes comprises entre 33 % et 56 % sur les cours moyens pondérés par les volumes sur des périodes allant de 1 mois à 6 mois. Nous notons que le prix d'Offre extériorise également des primes significatives sur les moyennes de cours pré-covid (21 février 2020) à 1 mois (17,3%), 3 mois (17%) 6 mois (20,8%) et 1 an (13,9%) ;

- fait ressortir une prime de 6 % par rapport à la valeur centrale issue d'une analyse des flux futurs actualisés (DCF) sur la base du plan d'affaires établi par la Société en liaison avec l'investisseur financier hors acquisitions concomitantes de Lagardère Studios et The Good Mood. La méthode DCF reste malgré le climat d'incertitude actuel portant sur l'activité économique, la meilleure méthode pour appréhender la valeur intrinsèque de la Société. Le plan d'affaires sur lequel repose la méthode, anticipe un retour rapide à des conditions normales d'activité, se traduit par un décalage d'un an des productions prévues et une croissance soutenue du chiffre d'affaires des activités de production et gestion des droits ;
- offre la valeur ressortant d'une analyse DCF sur la base du plan d'affaires établi par la Société en liaison avec l'investisseur financier en intégrant les synergies attendues des acquisitions concomitantes de Lagardère Studios (non finalisée à date) et The Good Mood. Il doit être rappelé que le plan d'affaires repose sur des hypothèses économiques, dont la variation est susceptible d'entraîner des impacts sensibles sur la valeur, en particulier sur les sociétés en cours d'acquisition dont les prévisions sont par définition plus aléatoires. La valeur de 11,90 € qui ressort de l'analyse DCF y compris acquisitions concomitantes ne prend pas en compte le risque d'intégration ainsi que le poids de la dette financière nouvelle, qui auraient pu justifier l'utilisation d'un taux d'actualisation plus élevé sur les prévisions relatives aux deux sociétés nouvellement acquises. La valeur de 11,90 € intègre donc pleinement les synergies (essentiellement de coûts) sous l'hypothèse que les risques d'exécution sont pris en compte dans les flux ;
- fait ressortir une prime de 6 % par rapport aux valeurs ressortant d'une analyse des transactions comparables, utilisée à titre de recoupement. Les valeurs issues de cette méthode sont des valeurs pré-crise sanitaire car elles reposent sur des multiples d'acquisition pré-Covid appliqués aux agrégats 2019 de Mediawan. Dans cette méthode, nous avons retenu les acquisitions concomitantes de Lagardère Studios et The Good Mood à leurs prix d'acquisition (ni dilution, ni relation) ;
- fait ressortir des primes comprises entre 19 % et 45 % par rapport aux valeurs ressortant d'une analyse des comparables boursiers présentée à titre de recoupement. Dans cette approche, l'impact des acquisitions concomitantes de Lagardère Studios et The Good Mood est une légère dilution.

Nous observons que le prix de 0,65 € par BSAR :

- extériorise logiquement des primes significatives par rapport au cours de bourse du BSAR et à sa valeur intrinsèque, qui s'établissent respectivement à 0,23 euro et à 0,25 euro par BSAR ;
- intègre une valeur temps compatible avec le prix de l'Offre sur l'action et notre estimation de la volatilité et de la marge de repo ;
- se situe dans la fourchette haute des estimations du BSAR résultant de la valorisation des fonds propres selon les différentes méthodes mises en œuvre (entre 0,09 et 0,67 euro par BSAR).

Ainsi que mentionné dans le projet de note d'information, BidCo Breteuil n'anticipe pas de générer des synergies de coûts ou de résultats à l'issue de l'Offre, dont la matérialisation serait identifiable et chiffrable à la date du présent rapport.

Dans ce contexte et sur ces bases, nous sommes d'avis que le prix de 12 euros par action et de 0,65 euros par BSAR que l'Initiateur propose dans le cadre de l'Offre, est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires et les porteurs de BSAR de Mediawan. L'Offre représente une fenêtre de liquidité pour les actionnaires qui le souhaitent à un prix reflétant la valeur de la Société y compris synergies anticipées des acquisitions concomitantes.

Paris, le 10 juillet 2020



Sonia Bonnet-Bernard

Annexe 1 Lettre de mission de la Société

	40, rue de Courcelles 75 008 Paris	T. +33 (0)1 44 82 43 00 F. +33 (0)1 44 82 43 43	www.racine.eu
Associés en Evaluation et Expertise Financière 60 rue de Longchamp 92200 Neuilly sur Seine			
A l'attention de Madame Sonia Bonnet-Bernard			
A Paris, le 11 juin 2020			
<u>Objet : Mediawan SA</u>			
<u>Nos références</u>	Chère Madame,		
Mediawan - OKLM 11708911 - BC / MBE	Comme convenu, vous voudrez bien trouver aux termes de la présente lettre une description du contexte de l'opération pour laquelle vous avez été sollicitée sous la référence en objet, suivie des fondements juridiques de votre intervention en votre qualité d'expert indépendant dans le cadre de celle-ci.		
L'opération consiste en un projet d'acquisition par voie d'offre publique (l'« Offre ») de la majorité du capital (totalement dilué) et des droits de vote de la société Mediawan SA¹ (« Mediawan »), par une société de droit français en formation (« BidCo ») qui sera elle-même constituée entre d'une part, une société de droit français (« TopCo ») directement ou indirectement contrôlée par les holdings patrimoniales respectives de MM. Xavier NIEL, Matthieu PIGASSE et Pierre-Antoine CAPTON (respectivement NJJ Presse, Les Nouvelles Editions Indépendantes et Groupe 3^{ème} CEil) (les « Fondateurs ») et d'autre part, un ou plusieurs fonds gérés par Kohlberg Kravis Roberts & CO. L.P. (« KKR ») (ensemble l'« Opération »).			
TopCo contrôlera BidCo au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce.			
1. Contexte de l'Opération			
Préalablement au dépôt de l'Offre, BidCo, TopCo et HoldCo seront constituées sous forme de SAS.			
Préalablement au dépôt de l'Offre, mais sous condition suspensive de son succès, les opérations suivantes seront mises en œuvre :			
¹ Société anonyme au capital de 319.227.23 euros dont le siège social est sis 46 avenue de Breteuil 75007 Paris, immatriculée au RCS Paris sous le numéro 815 286 398, dont les titres sont admis aux négociations sur le compartiment professionnel d'Euronext Paris			
SELARL d'Avocats au capital de 391 485 €, RCS Paris sous le n° D 349 691 535 Membre du réseau international d'avocats TAGLaw			

- (i) Chacun des Fondateurs apportera à BidCo sa participation au capital de Mediawan (soit 6,56% en capital et 6,57% en droits de vote). Cet apport sera rémunéré, lors de sa réalisation, par l'émission par BidCo d'actions ordinaires et d'actions de préférence à taux fixe.
- (ii) Chacun des Fondateurs apportera ensuite ses titres BidCo reçus en application du paragraphe (i) ci-dessus à TopCo. Cet apport sera rémunéré, lors de sa réalisation, par l'émission par TopCo de titres dont la nature (actions ordinaires et/ou actions de préférence) n'est pas encore arrêtée à ce stade. TopCo aura vocation à regrouper, en plus des Fondateurs, d'une part d'autres associés de Mediawan qui participeraient, aux côtés des Fondateurs à l'Opération par un apport similaire de leurs participations dans Mediawan (les « **Associés Réinvestisseurs** ») et le cas échéant d'autre part, de nouveaux investisseurs qui souscriraient alors à une augmentation de capital en numéraire.
- (iii) KKR participera pour sa part au capital de BidCo par la souscription en numéraire d'actions de préférence telles que ses droits de vote demeureront minoritaires, quand bien même ses droits économiques dans BidCo atteindraient jusqu'à 80% du total des investissements de l'ensemble des associés de celle-ci.
- (iv) Il est envisagé que chacun des Fondateurs apporte ensuite ses titres TopCo reçus en application du paragraphe (ii) ci-dessus à une nouvelle société holding HolCo. Cet apport serait rémunéré par l'émission par HoldCo de titres dont la nature (actions ordinaires et/ou actions de préférence), n'est pas encore arrêtée à ce stade. HoldCo aura vocation à regrouper les seuls Fondateurs.
- (v) Tous les apports à BidCo seront opérés au prix de l'Offre. Tous les autres apports ou augmentation de capital visée ci-dessus seront opérés sur la base du même prix.
- (vi) Show TopCo SCA (société de droit luxembourgeois contrôlée par KKR) apportera à BidCo une partie (pourcentage en cours de détermination) des titres qu'elle détient au capital de la société de droit luxembourgeois Show Holding SCA (qui est la société faitière du groupe Lenonine). Cet apport serait rémunéré par l'émission par BidCo d'actions ordinaires et d'actions de préférence à taux fixe, selon une parité qui reste à ce jour en discussion.
- (vii) BidCo procédera au dépôt d'une offre publique d'achat volontaire (ou, selon le cas, obligatoire, en fonction des apports qui seront effectués sous condition suspensive par les Associés Réinvestisseurs) sur le capital de Mediawan. L'Offre serait initiée par BidCo et serait soumise à un seuil de réussite de 52% du capital et des droits de vote de Mediawan sur une base pleinement diluée, c'est-à-dire en prenant en compte au numérateur toutes les actions qui pourraient être

émises en cas de conversion des valeurs mobilières donnant accès au capital de Mediawan.

Parallèlement à ces opérations, il est envisagé que Pierre-Antoine Capton procède à une réorganisation de Groupe 3ème Œil permettant d'isoler au sein d'une même structure (« **GTO Bis** ») ses actifs et filiales dédiés au domaine des médias, aux fins que GTO Bis soit cédée par Groupe 3ème Œil à BidCo postérieurement au succès de l'OPA.

La valorisation de GTO Bis et corrélativement son prix de cession à BidCo est en cours de discussion.

En cas de succès de l'Offre, les opérations visées aux paragraphes (i) à (vi) ci-dessus et le cas échéant celles concernant GTO Bis seront définitivement réalisées.

BidCo constituera alors une filiale dédiée aux potentielles acquisitions futures qui ne seraient pas réalisées par Mediawan et/ou l'une de ses filiales (« **M&A HoldCo** »).

Par ailleurs, un management package serait mis en place au niveau de BidCo à l'effet d'intéresser le management de Mediawan et de Leonine à l'accroissement de valeur du groupe. Ce management package (dont Pierre-Antoine Capton serait également bénéficiaire) s'opérerait par le truchement de deux sociétés ad hoc (« **ManCo** ») détenant des titres BidCo ainsi que par la mise en place de plans d'attributions gratuites d'actions de BidCo.

En substance, à l'issue de la réalisation de ces opérations :

- TopCo et KKR seraient les deux associés de BidCo. Leurs droits et relations seraient régis par un pacte d'actionnaires. TopCo détiendrait la majorité des droits de vote et le contrôle de BidCo.
- BidCo deviendrait actionnaire majoritaire de Mediawan, dont elle détiendrait le contrôle exclusif, et actionnaire minoritaire de Leonine (aux côtés principalement de KKR).
- KKR détiendrait une *golden share* dans M&A HoldCo lui permettant de refléter, en droits de vote, son éventuelle majorité en droits économiques (i.e. en dépit du plafonnement de ses droits de vote dans BidCo).

Vous trouverez, ci-joint, pour faciliter votre compréhension du schéma, le *strawman paper* qui décrit et séquence graphiquement l'Opération et ses étapes successives pour y parvenir.

2. Fondements juridiques de votre intervention

En conséquence de ce qui précède, le Comité ad hoc constitué par le Conseil de surveillance de Mediawan nous a mandaté pour vous solliciter dans la perspective de votre intervention éventuelle en qualité d'expert indépendant sur

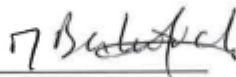
le fondement de l'article 261-1 du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers (« **RGAMF** »), et en particulier :

- en application du paragraphe I. 2°, compte tenu du fait que plusieurs dirigeants de Mediawan et membres de son conseil de surveillance seront parties prenantes à l'Opération et initieront indirectement, par l'intermédiaire de BidCo, l'Offre ;
- en application du paragraphe I. 4°, du fait des opérations connexes (apport d'une partie des titres Leonine détenus par KKR, vente de GTO Bis à BidCo, mise en place d'un management package) ou concomitantes (dont notamment l'acquisition par Mediawan de la société Lagardère Studios, 7/15 rue du Dôme, 92100 Boulogne-Billancourt, immatriculée sous le numéro 309 001 477 au RCS de Nanterre) à l'Offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur l'appréciation du prix offert ;
- en application du paragraphe I. 5°, compte tenu du fait que l'Offre porte sur des instruments financiers de catégories différentes (actions ordinaires et les bons de souscription émis par Mediawan).

Dans ce cadre, votre mission vous conduirait à porter une appréciation sur l'équité des conditions offertes aux actionnaires de Mediawan visée par l'Offre de BidCo.

Tout en restant bien entendu à votre disposition pour toute précision qui vous paraîtrait utile, nous vous prions d'agréer, chère Madame, l'expression de nos sentiments les meilleurs.

P.O



Bruno Cavalié
Avocat aux Barreaux de Paris et Bruxelles
Avocat Gérant



Maud Bakouche
Avocat associé

Annexe 2

Présentation de la société A2EF et de l'équipe

Associés en Evaluation et Expertise Financière (A2EF) est une SAS inscrite à l'Ordre des Experts-Comptables, région Paris Ile de France, fondée par Sonia Bonnet-Bernard le 1^{er} mai 2020. Son activité est centrée sur l'évaluation et l'expertise financière.

Les services

- Attestation d'équité : expertise indépendante dans le contexte d'offres publiques réglementées par l'AMF
- Expertise financière dans le contexte d'opérations nécessitant une appréciation de l'équité entre les différentes parties prenantes dans une situation de conflit d'intérêts et/ou dans le contexte de transactions complexes impliquant des accords connexes ou d'opérations structurantes peu lisibles pour le marché
- Evaluation financière : titres de sociétés, actifs incorporels, instruments financiers complexes
- Evaluation de sociétés ou d'actifs dans un cadre comptable (IFRS 3, IAS 36 notamment) ou fiscal
- Assistance à la résolution de pré-contentieux ou contentieux : évaluation de préjudice, appréciation d'une garantie de passif, détermination d'earn out
- Commissariat aux apports, fusion
- Assistance à la préparation de l'information financière des sociétés

Compte tenu de sa création récente, A2EF n'est pas encore intervenu sur des missions d'expertise indépendante réglementées par l'AMF. Ses associés et partenaires sont en revanche intervenus en qualité d'expert indépendant sur une soixantaine d'opérations dans le cadre des dispositions des articles 261 et suivants du règlement général de l'AMF publié en septembre 2006 (aucune au cours des 24 derniers mois).

L'équipe

A2EF compte quatre associés dont deux actifs au sein de la société : Sonia Bonnet-Bernard et Gilles Vantelon.

A2EF bénéficie de l'appui d'un réseau de partenaires privilégiés composé de professionnels indépendants réputés ayant une expérience significative en évaluation et en expertise financière et une grande proximité de vues avec les associés d'A2EF en raison de leur passé commun de plus de 10 ans chez Ricol Lasteyrie Corporate Finance puis chez EY, et/ou de leur collaboration au sein de la Société Française des Evaluateurs (SFEV) : Alban Eyssette, Jean-Michel Moinade, Frédéric Passedoit.

La qualité des opinions d'A2EF est renforcée par la mise en œuvre systématique d'un contrôle qualité rigoureux (avec l'intervention d'un partenaire externe de grande réputation, Joëlle Lasry et sa structure Lasry Finance, membre de l'APEI).

L'adhésion d'A2EF à l'APEI, association professionnelle reconnue par l'AMF est en cours, mais Sonia Bonnet-Bernard en est membre depuis 2008 au titre de RLCF puis d'EY.

Les associés et partenaires d'A2EF respectent un code de déontologie fondé sur celui de l'APEI.

Les associés :

Sonia Bonnet-Bernard a débuté sa carrière au sein de cabinets d'audit à Paris, puis à New York. Spécialiste des normes comptables nationales et internationales, elle fut ensuite successivement Directrice des relations internationales de l'Ordre des Experts-Comptables, puis Déléguée Générale du Comité Arnaud Bertrand (devenu Département EIP de la CNCC), coordonnant les positions des grands cabinets d'audit au plan français. Sonia a rejoint en 1998 Ricol Lasteyrie Corporate Finance en qualité d'associée gérante en charge notamment des missions d'expertise indépendante, d'évaluation, de conseil comptable et de support au contentieux. Sonia est devenue associée d'EY au sein du département Conseil à la transaction, suite au rapprochement intervenu en 2015 entre Ricol Lasteyrie Corporate Finance et le groupe EY. Elle a quitté EY en 2020 pour créer A2EF.

Sonia est diplômée de l'université Paris IX Dauphine en sciences et techniques comptables et financières. Elle est expert-comptable et expert judiciaire près la Cour d'appel de Paris, présidente de la Société Française des Evalueurs (SFEV) et vice-présidente de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI). Elle a été membre indépendant du conseil de surveillance de Tarkett et présidente de son comité d'audit entre 2011 et 2015.

Gilles Vantelon a commencé sa carrière par 4 ans de conseil en restructuration, il a rejoint Ricol Lasteyrie en 1998 en qualité de manager, en charge notamment de missions d'évaluation et d'expertise indépendante. Devenu associé en 2008, Gilles est intervenu sur tous types de missions notamment sur de nombreuses attestations d'équité dans un cadre réglementé par l'AMF. Avec l'acquisition de Ricol Lasteyrie Corporate Finance, Gilles a rejoint EY et travaillé trois ans au sein de l'équipe Valuation Modeling & Economics. En 2019, Gilles a créé sa propre structure Acteval Finance dédiée à l'évaluation financière. Il collabore aussi avec la société Ricol Lasteyrie Conseil dans le cadre de missions d'évaluation.

Gilles est diplômé de l'université Paris IX Dauphine en sciences économiques. Il est expert-comptable et membre de la SFEV.

A2EF bénéficie en outre de l'appui de partenaires de grande compétence et expertise :

Alban Eyssette

Alban cumule plus de 25 ans d'expérience dans l'analyse financière et l'évaluation d'entreprise. Il a commencé sa carrière en tant qu'analyste financier, puis directeur de la recherche actions dans différentes maisons (BNP, BNP Equities, CCF, Dexia Securities, Aurel-Leven). Il a rejoint Ricol Lasteyrie en 2008, et en est devenu associé en 2009. Durant les 10 années qu'il y a passé, il s'est spécialisé dans les attestations d'équité. Sensible depuis de nombreuses années aux questions touchant au capital immatériel, il a créé une commission sur ce sujet au sein de la Société Française des Analystes Financiers. Il a également siégé au bureau de l'Observatoire de l'Immatériel de 2015 à 2018. En septembre 2018, il a créé Finance & Sens, sa structure de conseil intervenant sur tout sujet ayant trait à la connexion entre éléments financiers et extra-financiers. Depuis juin 2018, il est également en charge de l'analyse éthique et financière pour Ethiea Gestion. Alban intervient en tant qu'enseignant vacataire à l'ISC. Il est diplômé de Toulouse Business School et du DESS 225 de Paris Dauphine.

Jean-Michel Moinade

Jean-Michel (63 ans) a toujours travaillé dans la banque, qu'il s'agisse de financement (au Crédit Lyonnais et à la Chemical Bank jusqu'en 1989), de marché (chez Indosuez et CACIB jusqu'en 2007) ou de banque d'affaires (chez Oddo-BHF jusqu'en 2018). Il a créé Edaniom, une structure de conseil, début 2019. Il s'est spécialisé dans les valorisations complexes et le conseil en gestion des risques.

Jean-Michel est diplômé de l'Ecole Polytechnique et de l'Ecole des Ponts et Chaussées.

Frédéric Passedoit

Frédéric a plus de 20 ans d'expérience et a travaillé tout au long de sa carrière aux côtés de dirigeants et d'actionnaires pour leur apporter un savoir-faire indispensable à la prise de décision. Il a débuté sa carrière en cabinet d'expertise comptable et commissariat aux comptes avant de rejoindre Ricol Lasteyrie en 2007, intervenant sur tous types de missions (M&A, évaluation, attestation d'équité, ...). Sa carrière l'a amené à acquérir de multiples compétences sur les aspects comptables, financiers, fiscaux, sociaux et juridiques d'une entreprise. Il a créé en février 2018 sa société de conseil financier Raiz'one.

Pour le contrôle qualité, notamment dans le contexte d'offres publiques, A2EF fait intervenir Joëlle Lasry :

Avant de fonder Lasry Finance, Joëlle Lasry exerçait au sein de Ricol Lasteyrie Corporate Finance dont elle est devenue associée en 2010. Elle intervient depuis près de 20 ans sur les métiers de l'évaluation financière dans des contextes transactionnels, fiscaux, de restructuration, à des fins comptables ou dans des contextes contentieux en tant qu'expert technique de partie. Elle est, par ailleurs, intervenue sur de nombreuses expertises indépendantes requises par le règlement général de l'AMF dans le cadre d'offres publiques.

Elle est expert-comptable et titulaire d'une Maîtrise de Sciences de Gestion de Paris I Sorbonne. Elle est membre de la Société Française des Evalueurs (SFEV), du Bureau de la Compagnie des Experts et Conseils financiers (CCEF), de la commission Evaluation du Conseil Supérieur de l'Ordre des Experts-Comptables et de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI). Elle participe à différents groupes de travail et publications en matière d'évaluation financière. De 2009 à 2012, elle a été membre élue du Conseil Supérieur de l'Ordre des Experts Comptables où elle a présidé la Commission des normes professionnelles.

Annexe 3

Programme de travail détaillé, personnes rencontrées, documents reçus, temps passés et honoraires

Programme de travail détaillé

Les travaux réalisés au cours de notre mission ont consisté à :

- Acquérir une bonne connaissance de la situation et des perspectives de la Société, ainsi que du contexte spécifique dans lequel se situe l'Opération :
 - o Prise de connaissance des procès-verbaux des réunions du conseil de surveillance et de l'assemblée générale sur les deux dernières années
 - o Etude des comptes de la Société
 - o Etude des notes d'analystes sur la Société
 - o Etude du projet de lettre d'offre du Consortium et du projet d'accord de consortium
- Prendre connaissance des notes d'analyse sectorielle et sur les comparables de la Société
- Prendre connaissance des opérations juridiques de structuration de l'actionnariat stable et apprécier les conditions dans lesquelles seront effectués les apports préalables
 - o Echanges avec les conseils juridiques sur le consortium agreement (y compris pactes d'actionnaires)
- Analyser et apprécier les termes des opérations connexes à l'Offre :
 - o Etude du management equity plan (MEP) mis en place au niveau de Bidco Breteuil
 - o Etude des projets de conditions d'acquisition par Bidco Breteuil (i) de titres de Leonine, société de production audiovisuelle allemande, apportés par Show TopCo et (ii) de Groupe 3è Œil, société de production audiovisuelle française constituée par Pierre-Antoine Capton
 - o Appréciation de ces opérations connexes dans le cadre de l'Offre
- Examiner les différentes transactions intervenues sur les titres de la Société
 - o Prendre connaissance des évaluations faites du titre Mediawan dans le cadre des dernières acquisitions de sociétés payées en titres de la Société
- Analyser le budget et le plan d'affaires de la Société
 - o Analyse du budget détaillé 2020 et 2021 et de l'impact du covid sur les chiffres initiaux
 - o Analyse du plan d'affaires en lien avec Guillaume Izabel, directeur financier et membre du directoire de la Société, pré et post acquisitions en cours
 - o Analyse des réalisations 2019 au regard du budget 2019 (pas d'historique plus long compte tenu de la jeunesse de la Société)
- Mettre en œuvre une méthodologie d'évaluation multicritère
 - o Sélection des méthodes
 - o Détermination du nombre d'actions et des éléments à retenir dans le passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des fonds propres
 - o Analyse du cours de bourse et des objectifs de cours des analystes
 - o Constitution de deux échantillons de sociétés du secteur : l'un composé de sociétés de production audiovisuelle, l'autre composé de sociétés de diffusion audiovisuelle

- Constitution de deux échantillons de transactions intervenues dans le secteur (production et diffusion)
- Détermination de multiples pré-IFRS 16 (retraitement des agrégats des sociétés des échantillons pour une meilleure comparabilité) et évaluation de la Société
- Détermination du taux d'actualisation
- Mise en œuvre de la méthode DCF hors acquisitions en cours, après construction du flux terminal, analyses de sensibilité
- Apprécier l'impact de l'opération d'acquisition en cours de Lagardère Studios et de la récente acquisition de Good Mood Productions
 - Analyse DCF sur la base du plan d'affaires intégrant l'effet des acquisitions
- Analyser la valeur des bons de souscription d'actions
 - Etude du cours de bourse du BSAR
 - Détermination des paramètres du modèle binomial et mise en œuvre du modèle
- Apprécier les prix d'Offre (action et BSAR) au regard de la valeur de la Société issue des méthodes mises en œuvre
- Examiner l'évaluation établie par la banque présentatrice
- Rédiger le présent rapport exposant notre opinion sur le caractère équitable des conditions financières offertes dans le cadre de l'Offre

Nos travaux ont comporté les diligences prévues par l'Instruction n° 2006-08 de l'AMF relative à l'expertise indépendante et par les Recommandations de l'AMF relatives au nouveau régime de l'expertise indépendante, modifiées le 10 février 2020.

Nous sommes restés en lien permanent avec le Comité ad hoc d'administrateurs indépendants de la Société tout au long de la Mission et avons tenu 6 réunions en sus de celle intervenue mercredi 10 juin 2020.

Une revue qualité a été conduite par un autre partenaire n'ayant pas participé à la mission.

Calendrier de l'étude, documents reçus et personnes rencontrées

Le conseil de surveillance de la Société a désigné A2EF le 11 juin 2020 et lui a transmis sa lettre de mission définitive le même jour.

Les travaux se sont déroulés du 11 juin 2020 au 10 juillet 2020 :

- 11 et 12 juin : Réception des documents juridiques de la Société, du projet d'offre du Consortium, du budget pré et post covid et des notes d'analystes suivant la Société
- Discussion avec les avocats de la Société et du Consortium sur le contexte de l'Opération et les accords en cours de finalisation
- Premières discussions avec Guillaume Izabel, directeur financier, sur le modèle économique de la Société et le budget
- 13 au 16 juin : Réception des due diligence réalisées sur la Société à la demande de KKR et d'un premier plan d'affaires établi dans le cadre de l'Opération
- Discussion avec Guillaume Izabel sur le plan d'affaires
- 17 juin : Réception du projet d'accord de consortium
- Discussion avec l'équipe Media de KKR
- Discussion avec l'équipe Société Générale

Rapport de l'Expert indépendant

- 18 juin : Réunion du Comité ad hoc
 - o discussion sur les diligences, les méthodes retenues, les méthodes écartées, le cours de bourse, le plan d'affaires, premier échantillon de sociétés du secteur
- 19 juin : Réception d'informations concernant Lagardère Studios, Good Mood et Leonine, du plan d'affaires impairment test et des premiers éléments d'appréciation du prix de la Société Générale (banque présentatrice)
- Nombreux échanges avec Guillaume Izabel et son équipe
- Nombreux échanges avec l'équipe Société Générale
- 20 juin : Réception de la version finale du plan d'affaires et discussion le même jour avec Guillaume Izabel
- 22 et 23 juin : Détermination des échantillons de comparables et des paramètres pour le DCF ; analyse valeur du BSAR
- 24 juin : Réunion du Comité ad hoc
 - o discussion sur le plan d'affaires, les paramètres DCF, les échantillons de comparables, première analyse de la valeur du BSAR
- 24, 25 et 26 juin : Réception de l'accord de consortium signé intégrant le MEP et réception d'éléments sur GTO bis ainsi que les SPA Lagardère Studios et Good Mood
- Discussion avec Guillaume Izabel sur Lagardère Studios et Good Mood
- 30 juin : Discussion avec Mayer Brown et Natixis sur le MEP
- 30 juin - 1^{er} juillet : Discussions avec KKR et Société Générale sur Leonine et GTO
- 1^{er} juillet : Réunion du Comité ad hoc
 - o discussion sur les premières valeurs issues de l'analyse multicritère ainsi que sur le MEP
- 3 - 6 juillet : Discussion avec le conseil financier de Pierre Antoine Capton sur GTO ; Rencontre avec Pierre-Antoine Capton et visite des locaux (Mediawan et GTO)
- 6 juillet : Réunion du Comité ad hoc
 - o Finalisation des valeurs issues de l'analyse multicritère (action et BSAR), discussion sur accords connexes (Leonine, GTO et MEP)
- 6-9 juillet : Finalisation du rapport et présentation de nos conclusions au Comité ad hoc (2 réunions du Comité ad hoc les 8 et 9 juillet)
- 10 juillet : Présentation de nos conclusions au conseil de surveillance de la Société

Principaux documents reçus :

- Lettre de mission de la Société, éléments juridiques et notes d'analystes sur la Société
- Due diligence Alvarez et Marsal et Mc Kinsey sur la Société
- Offre du Consortium et accord de consortium
- Plan d'affaires 2020-2025 hors et avec acquisitions
- Travaux d'impairment tests
- Eléments sur les transactions passées de Mediawan
- Eléments sur Lagardère Studios : budget post covid, VDD, SPA
- Eléments sur Goodmood : CA, EBIT sur FY 19-21), SPA
- Eléments sur GTO (management presentation et Due Diligence Eight Advisory)

Rapport de l'Expert indépendant

- Eléments sur Leonine (BP et Due Diligence Eight Advisory)
- Management Equity Plan : présentation, simulation
- Rapport d'évaluation de la banque présentatrice (éléments d'appréciation du prix et back up)
- Projet de note d'information

Principaux interlocuteurs

Mediawan

Pierre-Antoine Capton : Président du directoire (également président de GTO et membre du consortium)

Guillaume Izabel : directeur financier et membre du directoire

Anne Le Lorier : Présidente du Comité ad hoc

Cécile Cabanis : membre du Comité ad hoc

Julien Codorniou : membre du Comité ad hoc

Conseil juridique Société

Cabinet Racine : Bruno Cavalié

Cabinet Mayer Brown : Laurent Borey

Conseil financier Société

Natixis : Frédéric Balochard

Hottinguer : Arnaud Bochet

Centerview Partners : Nicolas Constant, Pierre Pasqual

Consortium

KKR : Richard Norton, Philip Schaelli, Soren Riebeling

Conseils juridiques consortium

Cabinet Bredin Prat : Olivier Assant, Florence Haas

Cabinet Racine : Bruno Cavalié

Cabinet Mayer Brown : Laurent Borey

Conseil financier consortium

Société Générale : Stéphane Krief, Vincent Ville, François Rony, Arnaud Girard

Bases de données et sources utilisées :

Capital IQ

Fairness Finance

Associés en Finance

Rapport de l'Expert indépendant

Temps passés et honoraires

Sonia Bonnet-Bernard : 240 heures

Gilles Vantelon : 152 heures

Frédéric Passedoit : 240 heures

Alban Eyssette : 112 heures

Jean-Michel Moinade : 64 heures

Peer Review Joëlle Lasry : 40 heures

Soit un total de 848 heures.

Nos honoraires se sont élevés à 250 000 euros hors taxes et hors frais.

Annexe 4

Diligences effectuées par la personne en charge de la revue de la qualité du rapport d'expertise

La revue de la qualité du rapport d'expertise a été réalisée par Joëlle Lasry, expert-comptable et commissaire aux comptes (présidente de Lasry Finance), membre de l'APEI.

Déclaration de Joëlle Lasry :

« Je déclare être indépendante au sens de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF. J'atteste de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connus de moi, avec les personnes concernées par l'Offre et leurs conseils, susceptibles d'affecter mon indépendance et l'objectivité de mon jugement dans l'exercice de ma Mission.

Je déclare avoir effectué mes travaux en toute indépendance d'esprit et sans subir aucune pression de l'Expert ni de l'équipe intervenant sur la Mission.

J'ai été désignée dès l'acceptation de la mission par l'Expert. J'ai apprécié la cohérence et la pertinence de la méthodologie mise en œuvre par l'Expert. Je me suis par ailleurs assurée que les travaux d'expertise ont été réalisés conformément aux dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application n°2006-08 relative à l'expertise indépendante et des recommandations n°2006-15 de l'AMF.

A cet effet, mes principales diligences ont consisté en une revue approfondie du rapport d'expertise et en des entretiens avec l'expert indépendant et l'équipe associée à la mission tout au long de celle-ci. J'ai eu accès au modèle d'évaluation de l'Expert et ai procédé à une analyse de la mise en œuvre de la méthode d'actualisation des flux futurs (comprenant les rapprochements ou vérifications calculatoires jugées utiles) et des autres méthodes. Dans ce cadre, j'ai eu accès à l'ensemble de la documentation demandée. Je n'ai participé d'aucune autre manière aux travaux d'évaluation.

Le temps passé au titre de cette revue indépendante s'élève à environ 40 heures. »