



RSM France

26, rue Cambacérés

75 008 Paris

France

Tél. : +33 (0) 1 47 63 67 00

Fax : +33 (0) 1 47 63 69 00

www.rsmfrance.fr



ATTESTATION D'EQUITE

*ACQUISITION DE L'ACTIVITE « HOME NETWORKS » AUPRES DE
COMMSCOPE HOLDING COMPANY INC.*

*ET REINVESTISSEMENT DE COMMSCOPE HOLDING COMPANY
INC. AU CAPITAL DE VANTIVA SA AU MOYEN D'UNE SOUSCRIPTION
A UNE AUGMENTATION DE CAPITAL RESERVEE, LIBEREE PAR
COMPENSATION DE CREANCE*

23 novembre 2023

CONTENU

1	Introduction	5
1.1	Contexte	5
1.2	Cadre réglementaire de la mission de RSM	5
1.3	Indépendance de RSM France	6
1.4	Diligences mises en œuvre	6
1.5	Limites	7
2	Présentation de l'Acquisition	8
2.1	Sociétés impliquées dans l'Acquisition	8
2.2	Termes de l'Acquisition	9
2.3	Principales conditions à la réalisation de l'Acquisition	10
3	Présentation de Vantiva	12
3.1	Description des activités	12
3.2	Historique de développement de Vantiva	13
3.3	Chiffres clés de Vantiva	15
4	Présentation de Home Networks	16
4.1	Description des activités	16
4.2	Historique de développement du périmètre Home Networks	16
4.3	Chiffres clés de Home Networks	17
5	Description des produits offerts par Connected Home et Home Networks	18
5.1	Définition	18
5.2	Description du processus typique de fabrication des terminaux domestiques et équipements vidéos	19
5.3	Enjeux et risques clés	19
6	Tendances et environnement du marché des terminaux domestiques et des décodeurs numériques	23
6.1	Tendances internationales	23
6.2	Tendances par région économique	23
6.3	Principaux drivers de l'évolution du marché des produits de maison connectée	26
6.4	Principaux acteurs du marché	29
7	Panorama de la filière des CD, DVD, Blu-ray	32
7.1	Définition – industrie des supports multimedias	32
7.2	Risques clés	33
7.3	Tendances	33
7.4	Principaux acteurs du marché de la fabrication de supports physiques	34
8	Performances financières historiques de Vantiva	35
8.1	Comptes de résultats historiques consolidés du Groupe	35
8.2	Bilans historiques	39
9	Performances financières historiques de Home Networks	41
9.1	Performances financières FY20E – FY22E	41
9.2	Performances financières FY23	42
9.3	Éléments de Besoin de Fonds de Roulement	43
10	Analyses SWOT	44
10.1	Analyse SWOT des divisions CH et HN	44
10.2	Analyse SWOT de la division SCS de Vantiva	45
11	Évaluation de Home Networks	46
11.1	Données structurantes de l'évaluation	46
11.2	Méthodes d'évaluation écartées	47
11.3	Méthodes d'évaluation retenues	49
12	Évaluation des actions de Vantiva	56

12.1	Analyse du cours de bourse de Vantiva	56
12.2	Données structurantes de l'évaluation.....	59
12.3	Méthodes d'évaluation écartées	60
12.4	Méthodes d'évaluation retenues	62
13	Calcul de la parité induite par les valeurs relatives de HN et de Vantiva	71
14	Synthèse des valeurs et conclusion sur l'équité de l'opération proposée	72
	Annexe 1 – Lettre de Mission.....	73
	Annexe 2 – Programme de travail.....	78
	Annexe 3 – Principales sources d'informations	79
	Annexe 4 – Présentation des comparables boursiers	81
	Annexe 5 – Présentation de l'échantillon CH & HN pour le calcul du WACC (1/2).....	82
	Annexe 6 – Présentation de l'échantillon SCS pour le calcul du WACC (1/3).....	84

GLOSSAIRE

Terme	Définition
AACE	Autres Achats et Charges Externes
Adj./Ajust.	Ajusté(e) ("Adjusted")
Approx.	Approximativement
BP	Business Plan
BS	Balance Sheet / Bilan
c.	circa (environ)
C/C	Comptes Courants
CA	Chiffre d'Affaires
CapEx	Capital Expenditure / Acquisition des immobilisations
cf.	Confer, signifiant « reportez-vous à »
CH	Division Maison Connectée (Connected Home) de Vantiva
COGS	Costs of goods sold, coûts de production
CommScope	CommScope Holding Inc., société cédante de HN
Croiss.	Croissance
DCF	Discounted Cash Flows, flux de trésorerie actualisés
DDM	Discounted Dividend Model, flux de dividendes actualisés
EBIT	Earnings Before Interest and Tax
EBITDA	Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization
EBT	Earnings Before Tax
FCF	Free Cash Flow - Flux de trésorerie libre (après impôts)
FYXXA	Fiscal Year / Période fiscale audité à la clôture de l'exercice 20XX
FYXXE	Comptes détournés estimés au titre de la période fiscale FYXX (Concerne HN)
FYXXF	Prévision financière au titre de l'exercice futur 20XX
Groupe ou Groupe Vantiva (le)	Vantiva SA et ses filiales consolidées prises dans leur ensemble
H1/H2 XX	Etats financiers semestriels (1er semestre ou 2nd semestre)
HG / IG	Hors Groupe / Intra-Groupe
HN	Ensemble des sociétés, des actifs et des passifs du périmètre Home Networks de CommScope
i.e	C'est à dire
IS	Impôt sur les sociétés
IT	Information Technology, technologies informatiques
k€, m€, mds€	Milliers d'euros, Millions d'euros, Milliards d'euros
KPI	Key Performance Indicator / indicateur clé de performance
kUSD, mUSD, mdsUSD	Milliers de dollars des Etats-Unis, Millions de dollars des Etats-Unis, Milliards de dollars des Etats-Unis
l'Acquisition	Acquisition envisagée du périmètre HN par Vantiva auprès de CommScope
Mgmt.	Management
Modèle Financier	Fichier(s) excel de projections financière de la Société
N/A ; N/C	Non Applicable ; Non Communiqué
PAT	Profit After Tax
Pro-Forma	Sous les mêmes conditions qu'a la date de l'Acquisition
Q1/Q2/Q3/Q4 XX	Etats financiers trimestriels (1er au 4ème trimestre)
R&D	Recherche & développement
SCS	Division Supply Chain Solutions de Vantiva
TCS	Technicolor Creative Studios
Vantiva	Vantiva SA
var.	Variation
YoY	Year on year, year to year, d'année en année

1 INTRODUCTION

1.1 CONTEXTE

RSM France (« **RSM** ») a été désigné le 12 septembre 2023 sur une base volontaire par décision du conseil d'administration de la société Vantiva SA (« **Vantiva** ») en qualité d'expert indépendant dans le cadre du projet d'émission d'actions ordinaires de Vantiva à émettre à l'occasion d'une augmentation de capital de Vantiva avec suppression du droit préférentiel de souscription réservée à CommScope Holding Company, Inc. (« **CommScope** » ou le « **Cédant** ») et devant représenter 25% des actions de Vantiva sur une base entièrement diluée (l'« **Augmentation de Capital Réservee** »).

L'émission de titres ci-dessus visée s'inscrit dans le cadre du projet d'acquisition par Vantiva de la branche « Home Networks » (« **HN** ») de CommScope (l'« **Acquisition** »).

L'Augmentation de Capital Réservee serait libérée par compensation de la créance correspondant au(x) produit(s) de la cession par CommScope de sa branche Home Networks.

Vantiva a déposé selon le Règlement (UE) 2017/1129 du Parlement européen et du Conseil du 14 juin 2017, un projet de prospectus comprenant son document d'enregistrement universel pour l'exercice comptable 2022 ainsi que son amendement, une note d'opération relative aux titres émis, et un résumé (le « **Projet de Prospectus** ») auprès de l'Autorité des marchés financiers (« **AMF** »), pour sa mise à disposition du public une fois approuvé par l'AMF, et avant tenue, le 19 décembre 2023, de l'assemblée générale mixte des actionnaires de Vantiva appelée à consentir au Conseil d'administration de Vantiva délégué à l'effet de décider de l'Augmentation de Capital Réservee, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires.

La mission d'expertise indépendante confiée à RSM consiste à apprécier du point de vue de l'équité, d'une part la valeur d'acquisition de HN auprès de CommScope, d'autre part, à se prononcer, compte tenu de cette valeur, sur les conditions de réinvestissement du Cédant dans le capital de Vantiva, au regard des modalités de détermination du prix de souscription et de l'évaluation de Vantiva établie dans le cadre de l'Acquisition.

Aux termes du projet de note d'opération, (i) la valeur d'acquisition de HN a été contractuellement estimée à 88m€ par les parties et (ii) celles-ci sont d'ores et déjà convenues que CommScope recevrait à l'issue de l'Acquisition :

- Dans le cadre de la souscription à l'Augmentation de Capital Réservee avec le ou les produits de la cession de HN, un nombre total d'actions Vantiva nouvellement émises représentant 25 % du capital de Vantiva sur une base entièrement diluée ;
- Sur le fondement du montant des synergies qui devraient intervenir entre le Cédant et Vantiva lié à l'intégration de HN au sein de la division Maison Connectée de Vantiva, un montant cumulé maximum de complément de prix de 100mUSD, soumis à l'atteinte par Vantiva (à périmètre constant) d'un EBITDA égal ou supérieur à 400m€ dans une année fiscale donnée au cours des 5 ans suivant le premier exercice après la conclusion de l'Acquisition. Le paiement annuel de ce complément de prix (« **earn-out** ») ne pourra excéder 50mUSD.

1.2 CADRE REGLEMENTAIRE DE LA MISSION DE RSM

Le présent rapport d'expertise indépendante (le « **Rapport** »), comportant en conclusion l'attestation d'équité, est établi sur une base volontaire en respectant les dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application n°2006-08 relative à l'indépendance, elle-même complétée de la recommandation n°2006-15 de l'AMF relative à l'expertise indépendante.

Notre mission intervient par conséquent dans le cadre de la désignation volontaire d'un expert indépendant par le Conseil d'administration de Vantiva SA.

Suite à notre nomination en qualité d'expert indépendant par le Conseil d'Administration du 12 septembre 2023, Vantiva nous a adressé une lettre de mission en date du 25 septembre 2023 précisant le fondement réglementaire de notre désignation. Cette lettre de mission figure en [Annexe 1](#).

1.3 INDEPENDANCE DE RSM FRANCE

RSM France est indépendant des parties prenantes à l'Acquisition, plus particulièrement de Vantiva et de ses actionnaires, de CommScope et de ses actionnaires, ainsi que de leurs conseils financiers et juridiques respectifs (les « **Conseils** ») (ensemble, les « **Sociétés et les Personnes concernées par l'Acquisition** »).

RSM France ainsi que les associés et collaborateurs, messieurs Benoît Coustaux (Associé), Etienne Geffray (Senior Manager), Selyan Lonqueux (Analyste) et Quentin Chau (Analyste), impliqués sur la mission ne se trouvent dans aucune des situations de conflit d'intérêt telles que visées à l'article 1 de l'instruction 2006-08 de 25 juillet 2006 telle que modifiée le 10 février 2020, prise en application du titre VI du livre II du Règlement Général de l'AMF.

Plus particulièrement, RSM France, comme ses associés et collaborateurs affectés à la mission :

- N'entretiennent pas de liens juridiques ou en capital avec les Sociétés et les Personnes concernées par l'Acquisition, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- N'ont conseillé aucune des Sociétés et Personnes concernées par l'Acquisition ou toute personne que ces sociétés ou personnes physiques contrôlent, au sens de l'article L233-3 du Code de commerce au cours des dix-huit derniers mois ;
- N'ont procédé à aucune évaluation pour le compte des Sociétés et Personnes concernées par l'Acquisition notamment Vantiva et CommScope au cours des dix-huit derniers mois ;
- Ne détiennent aucun intérêt dans la réussite de l'Acquisition, ni créance ou dette sur l'une quelconque des Sociétés et Personnes concernées par l'Acquisition ou sur l'une quelconque des personnes contrôlées par les personnes concernées par l'Acquisition.

RSM France atteste donc de l'absence de tout lien passé, présent et futur connu avec les Sociétés et Personnes concernées par l'Acquisition susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement lors de l'exercice de la mission décrite dans la présente lettre.

Nous disposons par ailleurs des moyens humains et matériels nécessaires à la réalisation de la Mission.

1.4 DILIGENCES MISES EN ŒUVRE

Compte tenu de la nature de l'Acquisition, comportant l'acquisition de HN par Vantiva auprès de CommScope et le réinvestissement par le Cédant de l'intégralité des produits de cession dans Vantiva via une augmentation de capital réservée, nos travaux ont impliqué une appréciation globale de l'Acquisition et une évaluation (i) de Vantiva et (ii) du périmètre HN.

Nous avons mis en œuvre les diligences nécessaires pour conclure du point de vue de l'équité sur :

- d'une part la valeur d'acquisition de HN auprès de CommScope ;
- d'autre part, compte tenu de cette valeur, les conditions de réinvestissement du cédant dans le capital de Vantiva, au regard des modalités de détermination du prix de souscription et de l'évaluation de Vantiva établie dans le cadre de l'Acquisition.

Dans ce contexte, le programme de travail mis en œuvre dans le cadre de la mission est indiqué en [Annexe 2](#).

La base documentaire ayant servi de support à nos travaux figure en [Annexe 3](#).

Nos diligences ont consisté en :

- la tenue d'entretiens à différentes reprises avec les dirigeants, les responsables opérationnels et les Conseils tant pour appréhender le contexte de l'opération que pour comprendre les perspectives d'activité et les prévisions financières qui en découlent ;
- la prise de connaissance détaillée de l'Acquisition envisagée, des modalités juridiques et financières et des contextes spécifiques dans lesquels elle se situe ;
- la compréhension du modèle économique de Vantiva et de HN ;
- l'exploitation des informations publiques et réglementées concernant Vantiva et HN ;
- l'examen des travaux réalisés par les Conseils pour les besoins de l'Acquisition ;
- la consultation de notre documentation sectorielle ainsi que des extractions de nos bases de données financières relatives aux activités exercées par le Groupe et HN dans leur environnement concurrentiel ;
- la prise de connaissance des rapports de due diligence financières réalisées sur le périmètre HN ;
- la revue des performances financières de Vantiva et de HN ;
- la lecture des notes d'analystes en charge du suivi de l'action Vantiva et l'exploitation du consensus qui s'en dégage à moyen terme ;
- l'analyse de la liquidité et de l'historique des cours de bourse pondérés par les volumes de l'action Vantiva sur une longue période ainsi que des événements et des communiqués de Vantiva permettant d'en interpréter l'évolution ;
- l'étude de la contribution des secteurs opérationnels à l'activité, à la rentabilité et à la structure bilantielle du Groupe, par référence notamment au document d'enregistrement universel incluant le rapport financier de l'exercice 2022 ;
- l'examen, en relation avec nos interlocuteurs, des données budgétaires et prévisionnelles à moyen terme de Vantiva et de HN, et la mise en perspective de ces projections avec l'historique des performances financières et avec les prévisions de marché ;
- l'évaluation multicritères de Vantiva et de HN.

1.5 LIMITES

Ce Rapport ne traite pas du bien-fondé de la décision prise par Vantiva et CommScope de réaliser l'opération et ne constitue pas une recommandation de faire ou de ne pas faire aux parties concernées ou à tout actionnaire des groupes concernés eu égard à l'opération ou tout autre sujet.

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents et informations qui nous ont été transmis par Vantiva, par CommScope et par leurs Conseils, sans avoir la responsabilité de les valider. Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas audité les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence.

2 PRESENTATION DE L'ACQUISITION

2.1 SOCIETES IMPLIQUEES DANS L'ACQUISITION

2.1.1 Présentation de l'acquéreur, Vantiva

Vantiva SA est une société anonyme au capital de 3 554 271,61 € divisé en 355 427 161¹ actions de 0,01 euro de valeur nominale chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 333 773 174 (ci-après « **Vantiva** »).

Son siège social est situé 10 boulevard de Grenelle - 75015 Paris. Les actions Vantiva sont admises aux négociations sur le marché Euronext Paris (code Mnémonique VANTI.PA).

Le Groupe Vantiva exerce principalement deux activités opérationnelles :

- « Maison Connectée » (« **CH** » pour *Connected Home*) : conception, fabrication, distribution et gestion de la *supply chain* pour des gammes de produits de domotique tels que des terminaux domestiques (modems, routeurs, amplificateurs WIFI...) et des solutions de vidéos numériques (*video set-top boxes* : décodeurs...).
- « Solutions Logistiques » (« **SCS** ») : réplification, emballage et distribution de CD, DVD, Blu-ray pour les vidéos, jeux-vidéos et la musique.

En FY22A, le chiffre d'affaires consolidé de la division CH s'est élevé à 2,1 mds€ (76% du chiffre d'affaires consolidé de Vantiva) et le chiffre d'affaires consolidé de la division SCS s'est élevé à 655m€ (24%).

Le tableau ci-dessous présente la répartition de l'actionariat de Vantiva estimé au 11 octobre 2023.

Actionariat de Vantiva au 11 octobre 2023	Nombre d'actions	% du capital	% des droits de vote
Angelo Gordon & Co.LP.	79 671 524	22,42%	22,42%
Briarwood Chase Management LLC	52 422 323	14,75%	14,75%
Bpifrance Participations SA	38 437 497	10,81%	10,81%
Autres actionnaires	184 895 817	52,02%	52,02%
Total	355 427 161	100,00%	100,00%

Source: Informations Vantiva & Euroclear Nasdaq

2.1.2 Présentation du cédant, CommScope, et de la cible, la division HN

CommScope Holding Company, Inc est une société de droit américain immatriculée dans le Delaware (Etats-Unis d'Amérique), dont le siège social est situé 1100 CommScope Place, SE Hickory, Caroline du Nord 28602 – Etats-Unis d'Amérique.

Les actions CommScope sont admises aux négociations au NASDAQ (code Mnémonique COMM.O).

CommScope exerce cinq grandes activités opérationnelles² : *Connectivity and Cable Solutions, Outdoor Wireless Networks, Networking, Intelligent Cellular and Security Solutions, Access Network Solutions et Home Networks*.

La division *Home Networks* ("HN") porte des activités de conception, fabrication et distribution d'équipements offrant des solutions de connectivité résidentielle et de décodeurs vidéo.

En FY22E, le chiffre d'affaires de HN s'est élevé à 1,7 mdsUSD et représentait c. 18% du chiffre d'affaires consolidé de CommScope.

¹ Source : Vantiva - Information relative au nombre total de droits de vote et d'actions en date du 11 octobre 2023

² Suivant classification adoptée par CommScope et présentée dans son rapport annuel 2022

2.2 TERMES DE L'ACQUISITION

2.2.1 Enjeux et synergies attendues

L'opération consiste en l'acquisition par Vantiva de la division HN de CommScope. HN serait intégrée dans la division CH de Vantiva.

D'un point de vue opérationnel, il est attendu que l'Acquisition permette à Vantiva de renforcer significativement sa division CH en permettant³ :

- d'atteindre une taille critique pour générer des économies d'échelle en optimisant la répartition des coûts d'ingénierie et en réduisant la structure de frais généraux, dans l'objectif d'accroître la rentabilité du groupe ainsi formé ;
- d'accroître substantiellement son portefeuille client ;
- de renforcer et étendre sa présence dans les géographiques clés ;
- de disposer d'un portefeuille d'innovation complet et d'une capacité accrue d'innovation grâce à la combinaison des meilleures pratiques issues des deux entreprises ;
- de faire face aux menaces de concurrence accrue de concurrents asiatiques et à la banalisation des produits qui mettent en risque la rentabilité de l'activité à long terme.

Cette opération devrait générer plus de 100 millions d'euros de synergies (avant impôts) en année pleine à partir de 2026, principalement grâce à des initiatives d'optimisation de coûts et à une meilleure efficacité opérationnelle.

2.2.2 Termes et conditions

Vantiva et CommScope ont signé le 2 octobre 2023 une promesse de vente au terme de laquelle CommScope s'est engagé irrévocablement à vendre au bénéfice de Vantiva l'intégralité du capital social et des droits de vote de diverses sociétés ainsi que différents actifs et passifs, qui, ensemble, composent la division HN de CommScope.

Un contrat d'acquisition, sous conditions suspensives, précisant les modalités et le prix de l'Acquisition (le « **Prix d'Acquisition** ») est en voie de conclusion par Vantiva et CommScope (le « **Contrat d'Acquisition** »), sa signature est envisagée le 6 décembre 2023⁴.

Conformément aux termes du Contrat d'Acquisition, sous réserve de la levée des conditions suspensives dudit Contrat d'Acquisition (rappelées ci-dessous), l'intégralité du produit de l'Acquisition sera réinvestie en capital par CommScope au sein de Vantiva par le biais d'une ou plusieurs augmentation(s) de capital qui lui sera(ont) réservée(s) et réalisée(s) dans les conditions décrites ci-après.

Le Contrat d'Acquisition prévoit que CommScope souscrira, par voie de compensation de créance, à des actions ordinaires nouvelles de la Société devant représenter 25% du capital de Vantiva sur une base entièrement diluée, (les « **Actions Nouvelles** ») dans les conditions prévues par un accord d'investissement (*investment agreement*) dont la signature est envisagée le 6 décembre 2023 (le « **Contrat de Réinvestissement** »), lequel est présenté à la section 1.2.2 de l'Amendement (le « **Réinvestissement** »).

La réalisation de l'Augmentation de Capital Réservée fera l'objet d'une délégation de compétence au conseil d'administration telle que résultant de l'approbation de l'Assemblée Générale Mixte prévue pour le 19 décembre 2023 et interviendra en une ou plusieurs fois à compter de la Date de Réalisation (tel que ce terme est défini dans le Projet de Prospectus).

L'Acquisition et l'Augmentation de Capital Réservée resteront soumises (i) à la levée ou la satisfaction des conditions suspensives prévues par le Contrat d'Acquisition (lesquelles incluent notamment l'autorisation de l'Acquisition par certaines autorités réglementaires au titre du contrôle des concentrations, et sont présentées au sein de la section 1 « Présentation de l'opération d'Acquisition de l'Activité » de l'Amendement) et (ii) à l'approbation de l'Augmentation de Capital Réservée par l'Assemblée Générale Mixte prévue le 19 décembre 2023.

³ Suivant communiqué de presse du 3 octobre 2023 et le Projet de Prospectus

⁴ Sous réserve de la levée de la Promesse de Vente, laquelle sera effectuée sous réserve de la réalisation de la procédure d'information consultation prévue aux articles L. 2312-8 et suivants du Code du travail.

Le Prix d'Acquisition a été fixé à 88m€ suivant le communiqué du Groupe en date du 10 novembre 2023.

À l'issue de l'Augmentation de Capital Réservée, CommScope détiendrait donc 25% du capital de Vantiva sur une base entièrement diluée.

Par ailleurs, le Contrat d'Acquisition prévoit dans un second temps le versement d'un complément de prix d'un montant cumulé maximum de 100mUSD, soumis à l'atteinte par Vantiva (à périmètre constant) d'un EBITDA égal ou supérieur à 400m€ dans une année fiscale donnée au cours des 5 ans suivant le premier exercice après la conclusion de l'Acquisition. Le paiement annuel de ce complément de prix ne pourra excéder 50mUSD.

2.3 PRINCIPALES CONDITIONS A LA REALISATION DE L'ACQUISITION

Le Contrat d'Acquisition stipule les conditions suspensives qui devront être satisfaites préalablement à la réalisation de l'Acquisition (les « **Conditions Suspensives** »). Ces Conditions Suspensives sont les suivantes :

- l'absence d'interdiction ou de limitation de la réalisation de l'Acquisition par une autorité gouvernementale ou un Tribunal compétent ;
- l'autorisation de l'Acquisition par les autorités de la concurrence compétentes en Afrique du Sud, en Pologne, Colombie et au Canada ;
- l'autorisation de l'Acquisition par les autorités réglementaires compétentes au titre du contrôle des investissements étrangers en France et au Royaume-Uni ;
- l'approbation, par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de Vantiva, de l'émission de nouvelles actions de Vantiva au profit de CommScope à la suite de la réalisation de l'Acquisition (par voie de délégation de pouvoirs au Conseil d'administration) et de la nomination d'une personne désignée par CommScope au sein du Conseil d'administration de Vantiva ;
- l'absence d'inexactitude des déclarations et garanties consenties par CommScope et par Vantiva au titre du Contrat d'Acquisition à la Date de Réalisation⁵, sauf si une telle inexactitude n'a pas d'effet défavorable significatif ;
- l'absence de manquement significatif, à la Date de Réalisation, aux obligations de CommScope et de Vantiva stipulées au Contrat d'Acquisition ;
- l'absence d'Évènement Significatif Défavorable, tel que ce terme est défini au Contrat d'Acquisition, affectant [HN] ou Vantiva ;
- la signature de la documentation d'acquisition listée au Contrat d'Acquisition ; et
- la réalisation de la Réorganisation⁶ dans les Juridictions Principales⁷, à savoir tous les pays dans lesquels les activités de l'Activité sont conduites, autres que la Colombie, la Pologne, Singapour, l'Autriche, le Canada, l'Irlande, le Japon, l'Allemagne, l'Argentine, l'Espagne, le Chili et les Emirats Arabes Unis (les « Juridictions Principales »), les opérations de restructuration prévues au Contrat d'Acquisition dans les pays autres que les Juridictions Principales pouvant intervenir postérieurement à la réalisation de l'Acquisition.

Le Contrat d'Acquisition prévoit que l'ensemble des Conditions Suspensives doit avoir été réalisé au plus tard le 2 octobre 2024 (ce délai pouvant être prorogé, notamment, en cas de procédures judiciaires en cours à l'initiative de l'une des parties pour exécution forcée de ses obligations par l'autre partie). Vantiva et CommScope peuvent ensemble convenir de renoncer à l'une ou plusieurs des Conditions Suspensives, et chaque partie peut décider individuellement de renoncer aux Conditions Suspensives stipulées à son seul bénéfice.

⁵ Selon le Contrat d'Acquisition, devant intervenir à la suite de la satisfaction et/ou de la levée de l'ensemble des conditions suspensives visées dans le Contrat d'Acquisition.

⁶ Selon le Contrat d'Acquisition, restructuration interne (la « Réorganisation ») du groupe CommScope afin de transférer à Vantiva, dans le cadre de l'Acquisition, les actifs et passifs de CommScope liés à [HN].

⁷ Tel que ce terme est défini dans le Contrat d'Acquisition

Le Contrat d'Acquisition prévoit par ailleurs que Vantiva sera tenue de verser à CommScope une indemnité de rupture de cinq millions de dollars américains (5 000 000 US\$) à défaut d'approbation, par l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de Vantiva, (i) de l'émission de nouvelles actions de Vantiva au profit de CommScope à la suite de la réalisation de l'Acquisition (par voie de délégation de pouvoirs au Conseil d'administration) et/ou (ii) de la nomination d'une personne désignée par CommScope au Conseil d'administration de Vantiva.

3 PRESENTATION DE VANTIVA

3.1 DESCRIPTION DES ACTIVITES

Vantiva SA constitue la holding de tête du Groupe Vantiva, entreprise internationale du secteur « *Media & Entertainment* » exerçant ses activités au travers de deux grandes divisions opérationnelles : la division CH et la division SCS.

La division CH (pour *Connected Home*, « Maison Connectée ») porte des activités de conception, de fabrication et de distribution / gestion de la *supply chain* pour deux catégories de produits : (i) les terminaux domestiques et (ii) les solutions vidéos numériques.

Les produits terminaux domestiques (« *broadband gateways* ») sont constitués d'une gamme de terminaux proposés à des opérateurs de réseaux organisant l'accès à internet en haut débit sur des réseaux fixes et mobiles des particuliers : modems, passerelles haut débit, répéteurs wifi, dispositifs d'accès hybrides intégrés, routeurs... Ces produits sont strictement conçus pour les opérateurs Câble, Télécom et Mobile ou des câblo-opérateurs (marché US) (i.e. B2B) qui les mettent à disposition de leurs clients.

Les solutions vidéos numériques (« *video set-top boxes* ») sont constituées d'une gamme de produits vidéos qui se connectent à la télévision et convertissent les signaux du câble, du satellite ou les signaux numériques, ou encore les données internet, en signaux télévisuels afin que le contenu vidéo puisse être visionné sur la télévision : décodeurs IP, décodeurs terrestres, hybrides, serveurs médias. Ces produits sont également conçus pour des opérateurs (Satellite, Câble, Télécom et Mobile).

Les clients de Vantiva sur l'activité CH sont principalement des opérateurs de réseaux et de télévision à l'international (tels que Bouygues Telecom, Vodafone, Telecom Italia, América Movil, Orange...).

La fabrication et l'assemblage des produits CH est assurée par des fabricants sous-traitants de produits électroniques sous la supervision de Vantiva.

En FY22A, le chiffre d'affaires consolidé généré par l'activité CH s'est élevé à 2,1mds€ (76% du chiffre d'affaires consolidé de Vantiva) et a généré une marge d'EBITDA ajusté⁸ de 6,3%⁹.

La division « Solutions Logistiques » (« SCS ») porte des activités (i) de conception (mastering), de réplique, d'emballage de CD, DVD, Blu-ray pour les vidéos, jeux-vidéos et la musique et (ii) de gestion de l'approvisionnement sur ces mêmes produits ou sur des produits non liés aux disques.

Les solutions d'approvisionnement couvrent l'entreposage, la distribution, la gestion du transport et des services connexes, proposés aux clients industriels de SCS.

Cette division est en voie de diversification auprès (i) de l'industrie du vinyle ; (ii) de clients hors médias en leur proposant des solutions complètes de *supply chain* de leurs produits et (iii) de produits non liés aux disques à travers la production de dispositifs micro-fluidiques destinés aux diagnostics médicaux.

Les clients de Vantiva sur l'activité SCS sont aujourd'hui principalement composés des studios de production et de distribution d'*entertainment* tels que Warner Bros., Disney, Universal, Sony ou Paramount.

En FY22A le chiffre d'affaires consolidé généré par l'activité SCS s'est élevé à 655m€ (24% du chiffre d'affaires consolidé de Vantiva) et a généré une marge d'EBITDA ajusté de 8,5%.

⁸ La notion d'EBITDA ajusté constitue un indicateur de performance suivi par Vantiva et reporté dans ses publications. Cet indicateur exclu les charges de dépréciations d'actifs, les coûts de restructuration, les autres produits et charges, les coûts d'utilisation des capacités de calcul dans le cloud, les charges d'amortissements, ainsi que l'impact des provisions pour risques, garanties et litiges.

⁹ Source : Document d'enregistrement universel Vantiva 2022

Le Groupe distingue par ailleurs une division *Corporate & Autres* qui comprend d'autres activités poursuivies et les fonctions centrales non allouées à CH ou SCS i.e. :

- Au titre des fonctions centrales : la gestion du siège social du Groupe, les ressources humaines, l'informatique, les finances, le marketing et la communication, le juridique et la gestion immobilière, et qui ne peuvent pas être strictement affectées à une unité particulière dans l'un des deux segments opérationnels ;
- Certaines opérations assurées pour le compte de la société Technicolor Creative Studios dans le cadre d'un centre de services partagés appelé « Global Business Services ».

Les performances financières de cette division sont négligeables dans les comptes consolidés du Groupe : en FY22A le chiffre d'affaires reporté s'est élevé à 1m€ et l'EBITDA ajusté à (31)m€.

3.2 HISTORIQUE DE DEVELOPPEMENT DE VANTIVA

Vantiva résulte de la scission en 2022 de l'ancien groupe Technicolor entre d'une part les activités d'effets visuels, désormais hébergées par Technicolor Creative Studios, société introduite en bourse le 27 septembre 2022¹⁰ et dans laquelle Vantiva détient désormais, en date du Rapport, une participation de 7,5% (ci-après « **TCS** » pour désigner indifféremment la société Technicolor Creative Studios et/ou les activités d'effets visuels autrefois portées par Technicolor), et d'autre part les activités CH et SCS conservées par Technicolor qui, hors TCS, a pris le nom de Vantiva.

Le groupe Technicolor était lui-même l'héritier du Groupe Thomson, spécialisé dans les équipements de production et de distribution d'électricité, puis l'électronique grand public et les équipements professionnels à vocation militaire.

Les étapes marquantes de Vantiva sont récapitulées ci-après depuis la création de La Compagnie Française Thomson-Houston (CFTH) en 1893, en distinguant les étapes clés des activités CH, SCS et TCS :

Division CH :

- **1893** : La Compagnie Française Thomson-Houston (CFTH) est créée à Paris. Elle exploite en France les brevets de la Thomson-Houston Electric Corporation dans le domaine de la production et du transport de l'électricité.
- **1966** : La CFTH change de nom pour devenir Thomson Brandt suite à sa fusion avec la compagnie Hotchkiss-Brandt.
- **1967-68** : Thomson-Brandt fusionne l'ensemble de ses activités d'électronique professionnelle avec la Compagnie Générale de la télégraphie sans fil (CSF). Le nouvel ensemble est baptisé Thomson-CSF. Thomson-Brandt poursuit son activité en se focalisant uniquement sur l'électronique grand public (téléviseurs, électroménager sous marques Brandt et Thomson).
- **1976** : Thomson-CSF prend le contrôle des sociétés téléphoniques Ericsson et Le Matériel Téléphonique (LMT).
- **1982** : Thomson-Brandt et Thomson-CSF sont nationalisées par le gouvernement Français en raison de difficultés financières, puis rassemblées en 1983 sous le nom de

Divisions SCS et TCS :

- **1915** : Fondation de Technicolor Corporation par Herbert Kalmus et Daniel Frost Comstock, inventeurs d'une technologie cinématographique ayant fait entrer Hollywood dans l'ère moderne grâce à la couleur et à des améliorations continues jusqu'à récemment avec les effets spéciaux numériques.
- **1977** : Nimbus Records, qui entrera plus tard dans le groupe Technicolor, fabrique ses premiers disques vinyles. Vantiva a recommencé à en presser dans son usine de Guadalajara en 2022.
- **1984** : Nimbus fabrique le premier disque compact au Royaume-Uni en utilisant le système de mastering laser Nimbus Halliday.
- **1988** : Acquisition de Technicolor par Carlton Communications pour étendre ses services de duplication de cassettes vidéo en Amérique du Nord.
- **1994** : Fabrication par Technicolor de son premier CD dans une nouvelle usine californienne.
- **1996** : Technicolor et Nimbus fusionnent leurs activités pour adopter la nouvelle technologie DVD. Les entreprises

¹⁰ Symbole : TCHCS

Thomson SA. Le Groupe est alors organisé en deux business unit :

- Grand public (électroménager, téléviseurs...). Ce pôle deviendra Thomson Consumer Electronic Company en 1987, puis Thomson Multimédia en 1995, puis Thomson en 2002 ;
- Thomson CSF : Électronique professionnel à vocation militaire.
- **1987** : Création de Thomson Consumer Electronics après l'acquisition des divisions électroniques grand public de GE, RCA et de ProScan par Thomson-CSF.
- **1995** : à l'initiative du gouvernement français, séparation des activités d'électronique grand public des activités de défense de Thomson Multimedia et de Thomson-CSF avant leur privatisation en 1999, à la suite de laquelle Thomson-CSF est devenu Thales en 2000.
- **2000** : Thomson rachète Technicolor à Carlton Communications
- **2004** : En 2004, Thomson a créé une entreprise commune (TTE) avec le chinois TCL, donnant à TCL toute la fabrication des produits RCA et Thomson pour la télévision et les DVD, et faisant de TCL le leader mondial de la fabrication de téléviseurs (Thomson a gardé le contrôle des marques et en a concédé la licence à TTE).
- **2009** : Thomson cède les sous-activités PRN et Grass Valley pour se concentrer sur les services et est rebaptisé Technicolor.
- **2015** : Technicolor a racheté à Cisco Systems les activités liées aux décodeurs de télévision et aux modems câble.
- **2017** : Technicolor a acheté la division des boîtiers décodeurs de Pioneer et LG. Technicolor Precision BioDevices est établi avec la base du Micro-fluidics Innovation Centre à Camarillo, CA.
- **2018** : En juillet, Technicolor a conclu la vente de son activité de licences de brevets à InterDigital, et en février 2019, a reçu une offre ferme pour son activité de recherche et d'innovation de la part de la même société.
- **2022** : Technicolor scinde son activité d'effets visuels dans Technicolor Creative Studios et devient Vantiva. Elle a également annoncé la vente de son activité de licence de marques à des tiers au cours du premier semestre 2022 afin de se concentrer davantage sur ses activités principales.

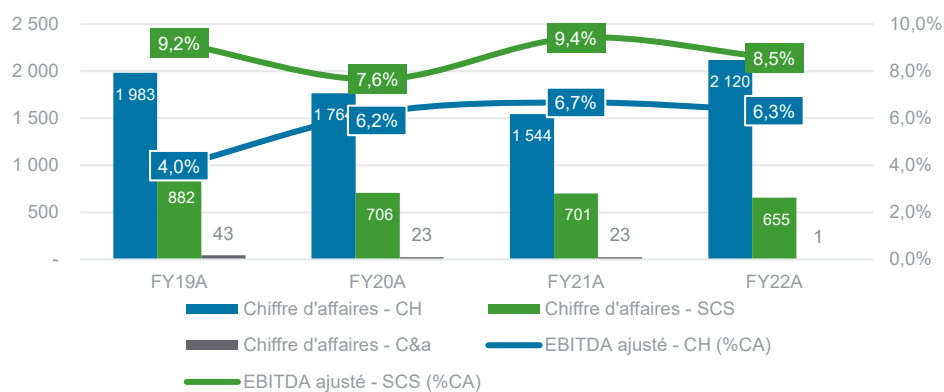
recherchaient un partenaire unique pour fabriquer, emballer et distribuer les DVD. En combinant leur personnel, leurs systèmes et leurs talents, cette nouvelle société bénéficiait d'une longueur d'avance sur la concurrence.

- **2001** : Technicolor fabrique les premiers disques commerciaux Microsoft Xbox pour le nouveau système de jeu. Au fil des ans, Technicolor a également créé le premier disque Xbox360 en 2005 et le premier disque Xbox One en 2013.
- **2002** : Les sites Technicolor au Mexique et en Pologne ont ajouté la réplique de CD et de DVD, offrant ainsi une implantation mondiale à Thomson.
- **2006** : Technicolor fabrique les premiers disques commerciaux HD DVD au monde, suivis du premier Blu-Ray au monde en 2007, du Blu-Ray 3D en 2010 et du Blu-Ray UHD en 2016.
- **2011** : Technicolor Home Entertainment Services produisait et expédiait 1,3 milliard de disques par an dans le monde. L'usine de Memphis traitait plus de 900 millions de disques par an.
- **2015** : Technicolor a acquis les actifs nord-américains de fabrication et de distribution de disques optiques de Cinram Group, Inc.

3.3 CHIFFRES CLES DE VANTIVA

Le graphique présenté infra illustre l'évolution du chiffre d'affaires et de l'EBITDA ajusté (i) des activités CH et SCS de Vantiva et (ii) de la division *Corporate & Autres* de FY19A à FY22A¹¹ tel que présenté dans les documents d'enregistrement universel du Groupe.

Chiffre d'affaires (en m€) et marge d'EBITDA ajusté (en % du CA) de Vantiva par activité de FY19A à FY22A*



Sources : Documents d'enregistrement universel Vantiva 2020 à 2022

* Hors TCS

Vantiva se positionne aujourd'hui dans le top 5 sur le marché mondial des produits CH ainsi qu'au niveau des principales zones économiques régionales, ainsi qu'il est détaillé en Section 6.

¹¹ Le graphique ne présente pas le chiffre d'affaires et l'EBITDA ajusté que générerait l'activité TCS avant scission en 2022

4 PRESENTATION DE HOME NETWORKS

4.1 DESCRIPTION DES ACTIVITES

HN (pour *Home Networks*) - constitue l'une des cinq divisions de CommScope, organisée autour de la conception, la fabrication et la distribution de deux typologies de produits : les produits dits *broadband* et les produits dits vidéos.

Les produits *broadband* concernent des appareils qui fournissent une connectivité domestique au réseau d'un fournisseur de services, tels que des modems, des passerelles de téléphonie et de données, qui intègrent des fonctionnalités de routage et de Wi-Fi.

Les produits vidéos concernent des décodeurs qui prennent en charge le câble, le satellite et la diffusion de contenu IPTV, des enregistreurs vidéo numériques, des décodeurs haute définition et des décodeurs hybrides.

CommScope exploite l'activité HN depuis l'acquisition de Arris International PLC le 4 avril 2019.

Au même titre que pour Vantiva :

- Ces produits sont strictement conçus pour les opérateurs Câble, Télécom et Mobile ou des câblo-opérateurs en fonction de leurs besoins spécifiques pour leurs propres clients.
- La fabrication et l'assemblage des produits HN est assurée par des fabricants contractuels de produits électroniques sous la supervision de CommScope.

4.2 HISTORIQUE DE DEVELOPPEMENT DU PERIMETRE HOME NETWORKS

HN résulte du regroupement au sein de CommScope de diverses activités de fabrication de terminaux domestiques et de solutions vidéos lancées et acquises par le groupe Arris avant son acquisition en 2019 par CommScope.

Arris International était une société de fabrication d'équipements de télécommunications qui fournissait aux câblo-opérateurs des systèmes de données, de vidéo et de téléphonie à haut débit. Elle proposait des modems et des routeurs sans fil, des décodeurs et des produits de connectivité sans fil ou d'autres produits de connectivité câblée qui permettaient aux fournisseurs de services d'offrir des services vocaux, vidéo et de données à haut débit aux abonnés résidentiels et non résidentiels.

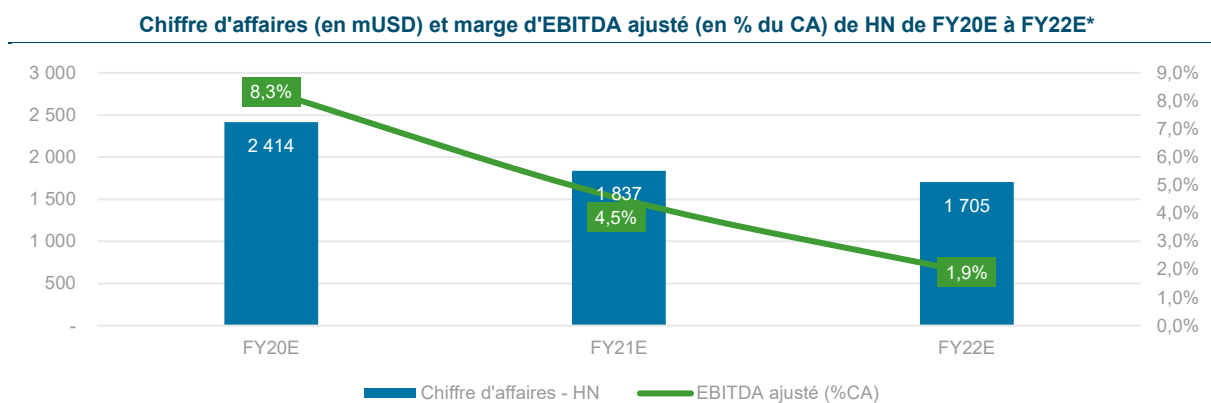
Les étapes marquantes d'Arris International sont récapitulées ci-après depuis la création d'Arris Interactive en 1995 :

- **1995** : Création d'Arris Interactive à partir d'une joint-venture entre Nortel Networks et Antec Corp. Nortel Networks était une entreprise de fourniture de matériel, de logiciels et de services pour les réseaux de télécommunications des opérateurs et les réseaux informatiques des entreprises dans plus de 150 pays. Antec Corp. était spécialisée dans la fabrication de composants informatiques.
- **2002** : Arris finalise l'acquisition des actifs de Cadant Inc., une société de conception et de fabrication de systèmes de terminaison de modem câble, renforçant ainsi considérablement ses activités de terminaux.
- **2011** : Arris élargit son expertise multimédia en rachetant BigBand Networks, une entreprise spécialisée dans la vente de technologies multimédias aux opérateurs multi-systèmes de télévision par câble.
- **2013** : Arris prend un tournant majeur en acquérant la division Home de Motorola Mobility auprès de Google, s'aventurant ainsi dans la production de décodeurs et d'appareils mobiles, et amplifiant sa présence sur le marché des boîtiers décodeurs.
- **2016** : Le groupe Arris procède à l'acquisition du fabricant britannique de décodeurs Pace plc, renforçant ainsi sa position globale sur le marché.
- **2017** : Le groupe Arris rachète l'unité Ruckus Wireless de Broadcom Inc. Cette étape lui permet d'intégrer des solutions de mise en réseau filaire et sans fil à son portefeuille, comprenant des commutateurs, des points d'accès Wi-Fi et CBRS, et des logiciels avancés tels que la gestion du Cloud, la sécurité et l'analyse par IA et ML, positionnant Arris comme un acteur de premier plan dans le secteur du Home Networksing.

- **2019** : Acquisition d'Arris International par CommScope. Cette fusion a combiné les forces de deux acteurs importants des télécommunications, élargissant leur gamme de produits et services et renforçant leur position sur le marché global des infrastructures de réseaux.

4.3 CHIFFRES CLES DE HOME NETWORKS

Le graphique présenté infra illustre l'évolution du chiffre d'affaires et de l'EBITDA ajusté de HN de FY20E à FY22E¹².



Source : rapports de due diligences financières

HN se positionne aujourd'hui dans le top 5 mondial sur son marché, ainsi qu'au niveau des principales zones économiques régionales, ainsi qu'il est détaillé en Section 6.

¹² Ces chiffres sont issus du travail de détournement comptable et analytique préparé par CommScope à l'appui de cabinets de conseils et récapitulés, notamment, dans des rapports de due diligences financières. L'EBITDA ajusté présenté correspond à un EBITDA normalisé *standalone* de HN (exclusion d'éléments jugés non récurrents et prise en compte d'un niveau de coûts centraux dans une configuration de scission avec CommScope).

5 DESCRIPTION DES PRODUITS OFFERTS PAR CONNECTED HOME ET HOME NETWORKS

5.1 DEFINITION

Une télécommunication est définie¹³ par la transmission à distance d'informations à partir d'outils électroniques. Ces informations peuvent être de plusieurs natures : son, voix, image ou données alphanumériques.

Une liaison de télécommunication dépend de trois composants :

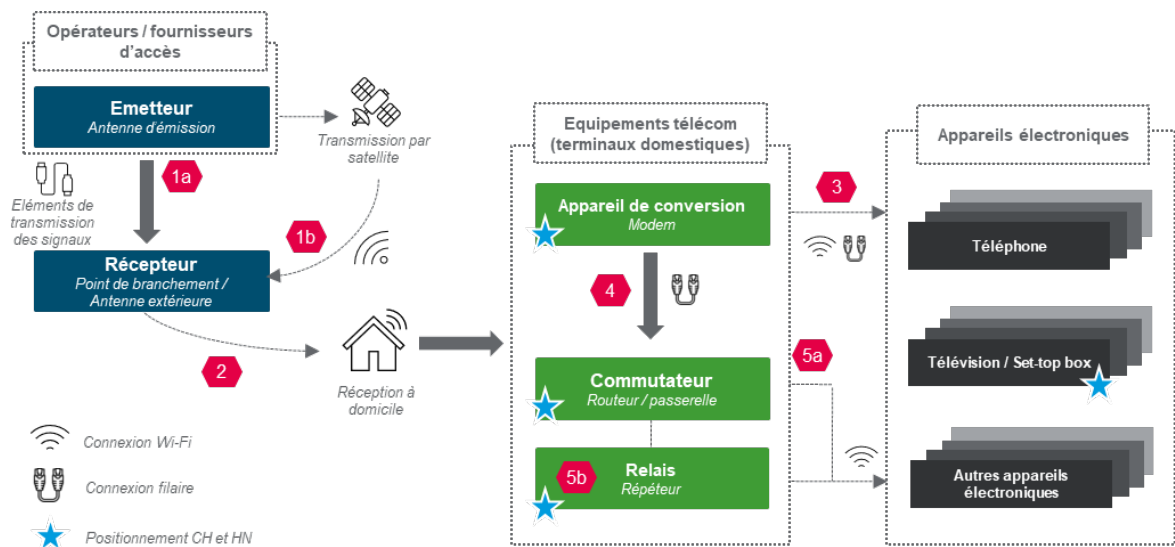
- Un émetteur : appareil servant à convertir une information en signal (électrique, optique, ou radioélectrique) ;
- Un média de transmission : élément assurant la jonction entre un émetteur et un récepteur (fil téléphonique, fibre optique, etc.) ;
- Un récepteur : appareil servant à convertir le signal (électrique, optique, ou radioélectrique) en information.

Un relais peut également être utilisé lorsque l'émetteur n'est pas suffisamment puissant pour propager un signal jusqu'au récepteur.

La transformation d'une information analogique ou numérique en signal, puis sa restitution en information nécessitent plusieurs traitements :

- Lors de l'émission, l'information peut être compressée, puis doit être codée pour être modulée ;
- à la réception, le signal doit notamment être démodulé, décodé, corrigé d'éventuelles erreurs ou bruits et décompressé.

Le schéma ci-dessous illustre de manière simplifiée le rôle des différents équipements de télécommunication et le positionnement des produits de CH et HN dans la filière :



Source : analyses RSM, Xerfi

En **1a** et **1b** un signal est émis à partir de médias de transmission filaire (câble coaxial, fibre optique ou ligne téléphonique) ou sans fil (à partir d'une antenne, il est alors réceptionné par une parabole via satellite situé sur le toit du logement, cette transmission est assurée par un faisceau hertzien).

En **2**, le signal est réceptionné et transmis à un modem localisé au lieu de consommation (domicile, bureau). Le modem convertit le signal reçu en numérique afin qu'il soit reconnu par les appareils électroniques.

En **3** et **4**, le signal converti en information par le modem est transmis au routeur pour être diffusé aux différents appareils électroniques concernés via câble ou Wi-Fi. Pour un téléphone fixe, une voix ; pour la télévision, une image ou pour un ordinateur des données donnant accès à internet.

¹³ Source : Xerfi, La fabrication d'équipements de télécommunication, septembre 2023

Les appareils électroniques peuvent réceptionner les signaux adaptés (a) en se connectant directement au routeur via Wi-Fi. Dans le cas où l'information est mal réceptionnée par les appareils, un répéteur ou « relais » (b) est sollicité pour amplifier le réseau d'un commutateur permettant un accès à une distance plus importante.

Les produits CH et HN sont des équipements de réception et de conversion des signaux, et de transmission des informations reçues à domicile, ils constituent à ce titre un ensemble de matériels électroniques assurant un acheminement de données dans les différents appareils domestiques.

5.2 DESCRIPTION DU PROCESSUS TYPIQUE DE FABRICATION DES TERMINAUX DOMESTIQUES ET EQUIPEMENTS VIDEOS

Le cycle de fabrication d'un terminal domestique s'inscrit dans une durée comprise entre 6 mois et 18 mois (selon la complexité du terminal), depuis la sélection du fabricant au cours d'un appel d'offre, jusqu'à l'introduction du produit sur le marché. Le cycle suit les 6 étapes récapitulées ci-après :

1. Dans le cas le plus général, un opérateur publie un appel d'offre ou une demande de devis pour un produit qu'il souhaite se procurer.
2. Les fabricants de terminaux formulent leurs propositions en intégrant, notamment, les technologies envisagées, le design suggéré du produit, le logiciel intégré et le prix estimé du produit. Cette étape est généralement réalisée à partir d'une première base de produit générique sur laquelle travaillent les équipes de recherche & développement des fabricants, en amont des appels d'offre, en fonction de leur appréciation des besoins du marché à venir, lesquels sont influencés par l'évolution des innovations technologiques, la maturité des territoires clients et leur connaissance propre des opérateurs.
3. Une fois le fabricant sélectionné par l'opérateur, une phase de spécification du produit proposé est engagée en vue d'adapter le produit aux attentes finales (design du *hardware*, du *software*, intégration et tests de compatibilité avec le réseau de l'opérateur).
4. Après validation du terminal, le fabricant prépare la phase d'industrialisation de concert avec les fabricants contractuels : installation des lignes de production, préparation des moules du terminal, et approvisionnement en matériel et composants spécifiés par le fabricant auprès de fournisseurs spécifiques. Cette phase peut durer de 6 à 8 semaines avant le lancement de la production.
5. La fabrication est assurée par des fabricants contractuels (de type Foxconn, Pegatron...) sous la supervision du fabricant. Chaque produit est testé selon des séquences spécifiques.
6. Les produits sont ensuite acheminés directement chez l'opérateur ou chez le client final et font l'objet d'un suivi par le fabricant.

5.3 ENJEUX ET RISQUES CLES

Les facteurs clés qui assurent une différenciation aux fabricants et qui sont ainsi déterminants dans leur succès ou leur échec sont synthétisés ci-après, en distinguant deux typologies de facteurs : les facteurs liés à la technologie utilisée et les facteurs liés à la supply chain.

5.3.1 Facteurs liés à la technologie

Les terminaux domestiques assurent la connectivité haut débit et la diffusion de l'information convertie en signal à domicile. Dans le cadre des réponses aux demandes clients, les fabricants se positionnent en fonction de leur propre appréciation des technologies susceptibles d'émerger ou de supplanter les autres technologies à moyen ou long terme.

Comme évoqué précédemment, cette appréciation et, mécaniquement, la technologie ainsi définie par leur soin sert ensuite de base pour la préparation de produits génériques qui constitueront le socle des futurs terminaux que proposeront les fabricants à leurs propres clients. En amont de leur positionnement, les fabricants endossent ici un risque de mauvaise anticipation des technologies à privilégier.

Les technologies intégrées dans les terminaux ont beaucoup évolué au cours des deux dernières décennies, en raison d'innovations tant au niveau des médias de transmission (fibre, coaxial...) que des langages (normes) permettant de convertir les signaux reçus par ces médias.

Chaque média de transmission est en effet défini par une technologie propre, principalement : le xDSL, le câble et la fibre optique pour la transmission filaire, et la technologie Wi-Fi pour la transmission sans fil.

Les innovations ont principalement apporté à chaque cycle des vitesses de débits significativement augmentées. Au-delà de la vitesse, chaque technologie présente également des avantages ou des inconvénients par rapport aux autres, notamment par exemple :

- L'existence d'une infrastructure développée : e.g. la fibre optique ne disposait pas d'un réseau de fil enterré important vs. les câbles co-axiaux ou les câbles cuivre des anciennes lignes téléphoniques (variable aussi selon les pays) ;
- Certaines technologies impliquent un partage de la bande passante.

Le tableau ci-après récapitule les différentes innovations survenues au cours des dernières années par technologie et les vitesses offertes par ces innovations en débit descendant et ascendant¹⁴ :

Média de transmission	Technologie	Standard / norme	Année lancement norme	Débit descendant	Débit ascendant
Sans fil	Wifi 5	802.11ac	2013	3,5 Gb/s	3,5 Gb/s
Sans fil	Wifi 6	802.11ax	2019	9,6 Gb/s	9,6 Gb/s
Sans fil	Wifi 7	802.11be	2024	46 Gb/s	46 Gb/s
Filaire	Lignes de cuivre (anciennes ligne téléphoniques) xDSL	ADSL	1990's	1 à 15 Mb/s	0,5 à 1 Mb/s
Filaire	Lignes de cuivre (anciennes ligne téléphoniques) xDSL	VDSL	2000's	1 à 50 Mb/s	Max. 50 Mb/s
Filaire	Câbles coaxiaux (anciens câbles TV)	DOCSIS 1.0	1997	40 Mb/s	10 Mb/s
Filaire	Câbles coaxiaux (anciens câbles TV)	DOCSIS 2.0	2001	40 Mb/s	30 Mb/s
Filaire	Câbles coaxiaux (anciens câbles TV)	DOCSIS 3.0	2006	1 Gb/s	200 Mb/s
Filaire	Câbles coaxiaux (anciens câbles TV)	DOCSIS 4.0	2017	10 Gb/s	6 Gb/s
Filaire	Fibre optique	GPON	2000	2,5 Gb/s	1,2 Gb/s
Filaire	Fibre optique	10G-EPON	2019	10 Gb/s	1 Gb/s
Filaire	Fibre optique	XGS-PON	2020's	10 Gb/s	10 Gb/s

Source : analyses RSM, entretiens Vantiva

La technologie Wi-Fi est utilisée par les modems et les routeurs pour transmettre les données sans fil. Reposant sur les normes du groupe IEEE 802.11, la Wi-Fi dispose de plusieurs versions :

- Wi-Fi 5 : lancé en 2013 sous la norme 802.11ac, elle permet un débit de données maximal de 3,5 Gb/s ;
- Wi-Fi 6 : lancé en 2019 sous la norme 802.11ax, elle permet un débit de données maximal de 9,6 Gb/s ;
- Wi-Fi 7 : lancement prévu en 2024 sous la norme 802.11be, elle permet un débit de données maximal de 46 Gb/s.

La xDSL transmet des signaux en exploitant les anciennes lignes de cuivre téléphoniques.

L'ADSL et la VDSL constituent les technologies (variantes asymétriques) les plus populaires, la différence se retrouve principalement dans les performances où :

- l'ADSL offre un débit descendant moyen qui varie de 1 à 15 Mb/s, tandis que le débit montant moyen oscille entre 0,5 Mb/s et 1Mb/s.

¹⁴ La transmission des signaux est mesuré par les Mb/s, une mesure qui définit la vitesse de transfert de données réalisés chaque seconde à travers les différents médias de transmission. Un Mb/s correspond à 1 million de bits de donnée, un débit ou une vitesse de téléchargement de 10 Mb/s signifie que 50 millions de bits de donnée est téléchargé en une seconde.

-
- Avec la même infrastructure, la VDSL exploite des fréquences bien plus élevées avec un débit descendant moyen de 1 à 50 Mbs/s et un débit montant pouvant atteindre 50 Mb/s pour les lignes inférieures à 300 mètres.

La technologie DSL n'est pas aussi rapide que le câble ou la fibre optique mais elle n'impose pas un partage de la bande passante, chaque utilisateur dispose d'une connectivité dédiée, ce qui signifie qu'en pic d'utilisation, le débit n'est pas impacté.

Additionnellement, correspondant à la technologie la plus ancienne, la grande majorité des villes disposent d'un grand nombre de lignes téléphonique, cette technologie couvre ainsi plus de terrain et est, de ce fait, plus accessible.

Cette technologie est en voie de disparition : en France, Orange a initié de démantèlement de son réseau en cuivre qui sera totalement éteint en 2030 selon un plan annoncé en février 2022 par le Groupe.

Le Câble est une technologie permettant la connexion internet à très haut débit entre un émetteur et un modem câble. Cette technologie est fournie par des fournisseurs de télévision par câble à partir d'un réseau d'infrastructure déjà établi de câbles coaxiaux (anciens réseaux de télévision), ce qui assure le cheminement de la transmission des signaux couvrant de vastes zones géographiques.

Le câble coaxial est un fil composé d'un conducteur central en cuivre recouvert d'une couche de métal protecteur et entouré d'un blindage en cuivre ou en aluminium afin de minimiser tout effet d'interférence.

Le débit par câble est dépendant de trois facteurs :

- La qualité du réseau de l'opérateur, différente pour chaque opérateur,
- La charge de trafic ; et
- Le modem câble et la norme DOCSIS qui lui est attribuée, norme qui définit les règles et les protocoles d'interfaces, de communication et de configuration pour les systèmes de transport de données et d'accès à Internet par câble coaxial. La norme DOCSIS 4.0, la plus récente (2017, en cours de déploiement), permet un débit descendant de 10 Gb/s, i.e. dix fois plus élevé que la norme DOCSIS 3.0 (1 Gb/s) et 250 fois plus élevé que la norme DOCSIS 2.0.

La Fibre optique est une technologie permettant la connexion internet à très haut débit entre un émetteur et un modem fibre. Cette technologie supporte la transmission de signaux par fibre optique en verre ou en plastique via des faisceaux lumineux, elle est moins vulnérable aux interférences. L'architecture de la fibre optique repose sur un réseau PON. Un réseau de fibre optique faisant usage d'un circuit multipoint.

On retrouve un grand nombre d'évolution des standards sollicitant l'utilisation de longueurs d'ondes différentes :

- GPON ou Gigabit-capable Passive Optical Network, apparu dans les années 2000 correspond à la technologie la plus répandue, elle est commercialisée par Orange, SFR, Bouygues Telecom et Free. GPON reprend la même structure que PON mais partage une bande passante entre 64 utilisateurs qui est mutualisé à 2,5 Gb/s de débit descendant et 1,2 Gb/s de débit montant.
- 10G-EPON ou XG-EPON repose sur la technologie Ethernet Passive Optical Network, elle a été lancée en 2019 par Free. 10G-EPON partage une bande passante entre 32 utilisateurs qui est mutualisé à 10 Gb/s de débit descendant et 1 Gb/s de débit montant.
- XGS-PON avec « X » pour 10 et « S » pour symétrique. Une bande passante répartie entre 64 utilisateurs qui est mutualisé à 10 Gb/s en débit descendant et montant. Elle a été lancée par SFR et devrait prochainement être proposé par Orange et Bouygues Telecom.

De manière générale, la fibre constitue la technologie la plus avancée en proposant le débit le plus élevé, elle dispose d'un réseau en expansion dans les pays d'Europe. A contrario, cela signifie aussi que les pays les moins développés ne disposent pas forcément des conditions technologiques pour en bénéficier.

Par illustration :

- Les parts de marchés gagnées par Vantiva en Europe et aux Etats-Unis au cours de la dernière décennie ont été notamment supportées par le choix du Groupe de privilégier la technologie coaxiale en ciblant les câblo-opérateurs (notamment aux Etats-Unis).
- L'un des principaux concurrents français de Vantiva, Sagemcom, a enregistré une croissance de son activité significative depuis c. 10 ans après avoir privilégié le développement de terminaux sur la technologie fibre optique, au point d'occuper la place de leader mondial aujourd'hui.

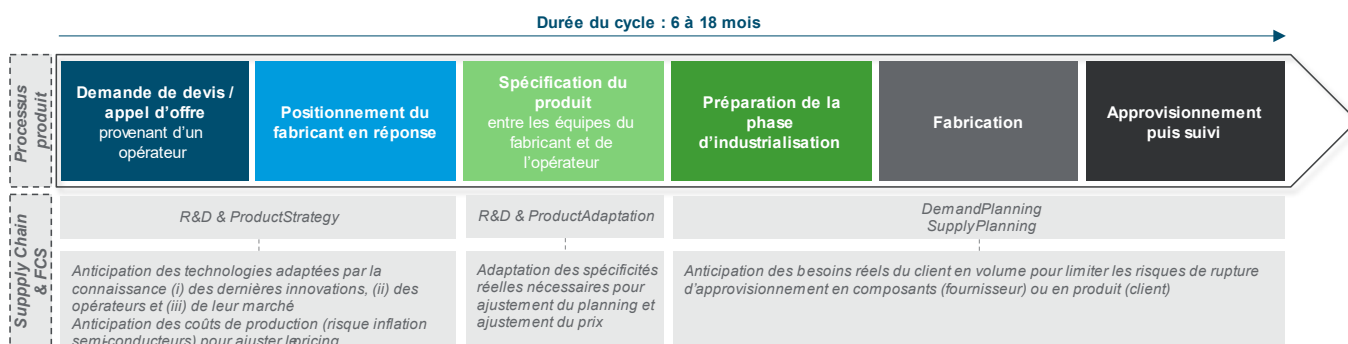
5.3.2 Facteurs supply chain

Les facteurs recensés en lien avec la supply chain sont de plusieurs ordres :

- *R&D & Product Strategy* : Anticiper les besoins clients en fonction des réseaux qu'ils exploitent et de leurs marchés géographiques pour répondre précisément à leurs attentes : cette anticipation permet d'adapter la technologie proposée au besoin du client en fonction des infrastructures (médiats de transmission) exploitées ou existantes dans le marché cible (e.g. : câblo-opérateurs vs. *Telephon Company*).
- *R&D & Product Adaptation* : Anticiper les besoins clients en fonction des spécificités réelles nécessaires au client dans le terminal recherché en phase amont. Le ciblage des spécificités réelles, par une interaction étroite entre le fabricant et les équipes techniques de l'opérateur, permet notamment (i) de réduire les délais de conception et de fabrication du terminal et (ii) de réduire le prix du terminal en excluant les composants finalement jugés facultatifs.
- *Demand & Supply Planning* : Anticiper les besoins clients en termes de volumes par la connaissance de leurs marchés (et consommateurs finaux) en vue de :
 - o Piloter les volumes de terminaux à fabriquer à court / moyen terme et ainsi (i) éviter une rupture d'approvisionnement compte tenu des délais d'approvisionnement et de fabrication (c. 12 mois) et (ii) anticiper les besoins en composant en vue d'éviter une rupture d'approvisionnement en composants et d'anticiper des risques d'inflation sur ces derniers ;
 - o Organiser l'approvisionnement entre fabricant et demandeur.

L'anticipation est clé à ce stade en raison de commandes passées c. douze mois à l'avance et de l'exposition aux ruptures d'approvisionnement des pièces essentielles comme les semi-conducteurs, particulièrement depuis la pandémie de Covid-19. Additionnellement, les équipements nécessitent un nombre de composants spécifiques, une pièce manquante traduit un équipement non assemblable et non commercialisable et donc un retard sur l'ensemble de la chaîne de valeur.

Le schéma ci-après synthétise les facteurs supply chain pour chaque étape du processus de fabrication :



6 TENDANCES ET ENVIRONNEMENT DU MARCHÉ DES TERMINAUX DOMESTIQUES ET DES DECODEURS NUMERIQUES

6.1 TENDANCES INTERNATIONALES

Le marché mondial de la maison connectée est estimé à 13,3 milliards de dollars en 2022 et projeté à 15,9 milliards de dollars en 2025¹⁵ suivant une croissance annuelle moyenne de 6% (CAGR). Ce marché se décompose en deux branches : les produits *broadband* (terminaux domestiques) et les produits vidéo (décodeurs).

Le marché adressable des produits *broadband* à l'international, était en croissance entre 2020 et 2022 de 15%. Cette hausse s'explique notamment par (i) une demande croissante des pays en développement et (ii) une reprise du marché consécutive à la pénurie mondiale de composants de 2018 et à la pandémie de Covid-19 à l'origine d'une part d'un besoin d'équipement accru des domiciles en domotique, expliqué par les périodes de confinement, et d'autre part par la crise des semi-conducteurs ayant induit des difficultés d'approvisionnements en 2020 et 2021 et un report des livraisons de terminaux en 2022.

A horizon 2025 la croissance du marché est supportée par un effet volume en provenance principalement des pays en développement et un effet innovation en lien avec les dernières technologies remplaçant les équipements existants.

Le marché adressable des produits Vidéos était en diminution entre 2020 et 2022 de (23)% dans le monde. Cette tendance s'explique majoritairement par un double effet :

- Le phénomène du *cord cutting*, i.e. la tendance croissante des consommateurs (nord-américains notamment) à privilégier les services de streaming ou OTT au dépend de leurs abonnements télévisuel (câble et offre des opérateurs télécoms), générant ainsi mécaniquement une baisse de la demande des terminaux vidéos ; et
- Le développement des *smart TV* qui intègrent désormais par défaut des décodeurs ou l'accès aux services de streaming.

A horizon 2025 ce marché est attendu stable sous l'effet mix :

- D'une demande morose en lien avec les effets *cord cutting* et *Smart TV* ci-avant évoqués ;
- Des cycles de remplacement naturels des décodeurs chez les particuliers ; et
- De la demande grandissante des marchés émergents, présentés comme des marchés d'opportunités pour ces produits (e.g. pays d'Europe de l'Est).

6.2 TENDANCES PAR REGION ECONOMIQUE

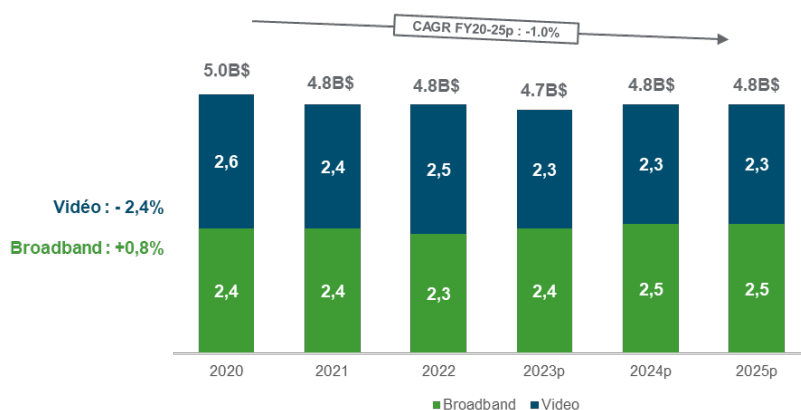
Les tendances du marché de la maison connecté sont disparates en fonction des régions économiques, principalement en raison du niveau d'équipement en domotique et en infrastructures filaires et des possibilités d'accès internet des usagers à moyen – long terme.

En zone EMEA et principalement en Europe, la tendance du marché suit une décroissance linéaire entre 2020 et 2025 sous l'effet mix :

- D'un effet volume faible en raison (i) du caractère mature de ces marchés, au sein desquels les usagers sont déjà équipés et les technologies bien établies et (ii) d'un cycle de renouvellement des appareils rallongé en raison de la durée étendue des cycles de vie des terminaux ;
- D'un effet prix limité voire négatif consécutif à la crise des semi-conducteurs qui, depuis 2020, avait généré une inflation des prix à l'approvisionnement répercutée par les fabricants sur les opérateurs.

¹⁵ Les chiffres et analyses présentées dans cette section sont issues de présentations communiquées par Vantiva, de nos entretiens avec les spécialistes produits et marchés du Groupe, et d'études BCG et Dell'Oro

Tendances du marché de la maison connectée en EMEA

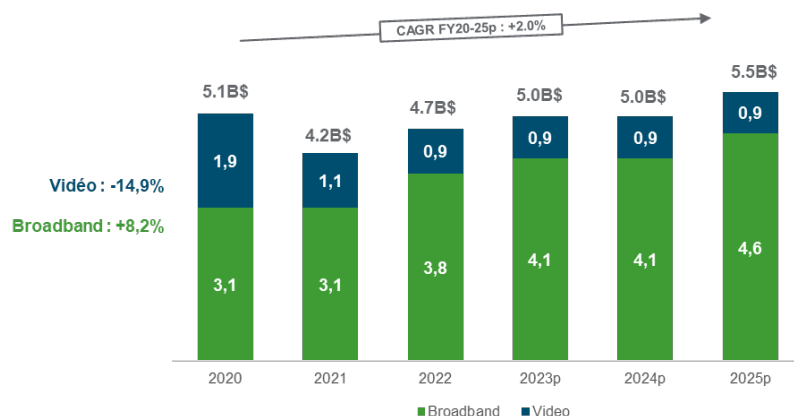


Sources : Etudes Vantiva

En zone North America, le marché est attendu en croissance (CAGR) de 2% sur 2020 – 2025 principalement en raison d'un renouvellement des infrastructures *broadband*.

- Pour la branche *broadband*, la croissance (CAGR) du marché NAM entre 2020 et 2025 est projetée à 8,2% en raison d'un effet volume couplé à un effet innovation expliqué par la transformation du réseau américain, aujourd'hui dominé par la technologie câble, par laquelle le réseau cuivre existant est en cours de démantèlement au profit de l'adoption d'appareils sans fils fixes 4G/5G et de la fibre optique à travers l'insertion de réseaux HFC (mix fibres et coaxial).
- Pour la branche vidéo, le marché entre 2020 et 2025 est projeté en décroissance (CAGR) de (14,9)%, principalement en raison du phénomène de *cord cutting* évoqué ci-avant à l'origine d'une baisse anticipée de la demande des terminaux vidéos.

Tendances du marché de la maison connectée en NAM



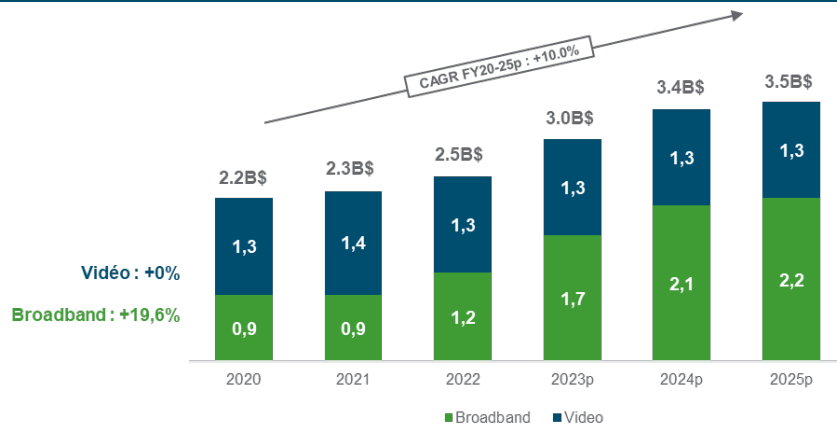
Sources : Etudes Vantiva

En zone APAC, le marché est attendu en croissance (CAGR) de 10% sur 2020 – 2025, supportée par (i) un effet volume en lien avec les besoins d'équipement des usagers et (ii) un effet innovation technologique par l'essor de la fibre optique.

- Pour la branche *broadband*, la croissance annuelle moyenne du marché de 2020 à 2025 est projetée à 19,6%, supportée par l'essor de la fibre optique au niveau mondial grâce aux prix de l'optique et des lasers aujourd'hui plus abordables. La technologie FWA est également attendue très sollicitée en raison des facilités de connexion qu'elle procure aux zones rurales et suburbaines.

- Pour la branche vidéo, la croissance projetée est nulle en raison d'un marché déjà équipé et accédant directement aux *Smart TV* et aux technologies connexes.

Tendances du marché de la maison connectée en APAC

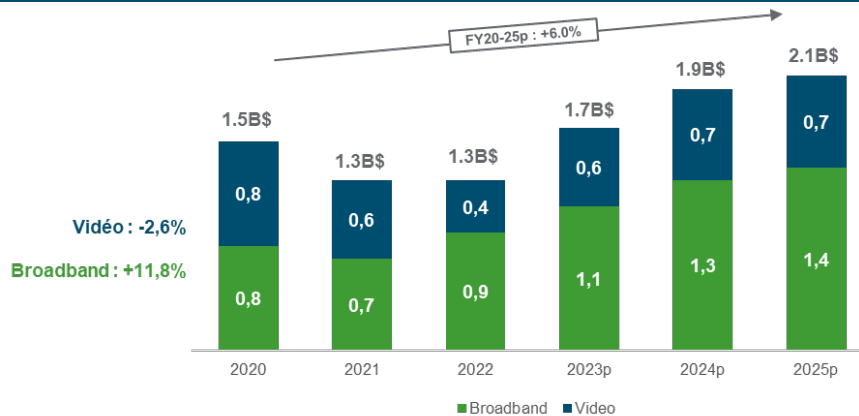


Sources : Etudes Vantiva

En zone **LATAM**, le marché est attendu en croissance (CAGR) de 6% sur 2020 – 2025 :

- Pour la branche broadband, le marché est attendu en croissance annuelle moyenne entre 2020 à 2025 de 11,8%, tiré par un effet mix innovation et besoin d'équipement de la population en domotique.
- Le marché vidéo est projeté en décroissance annuelle moyenne de (2,6)% entre 2020 et 2025. Entre 2020 et 2022 la zone a pâti d'une situation économique fortement dégradée suivant la pandémie de Covid-19 après 2022, il est anticipé une reprise significative.

Tendances du marché de la maison connectée en LATAM



Sources : Etudes Vantiva

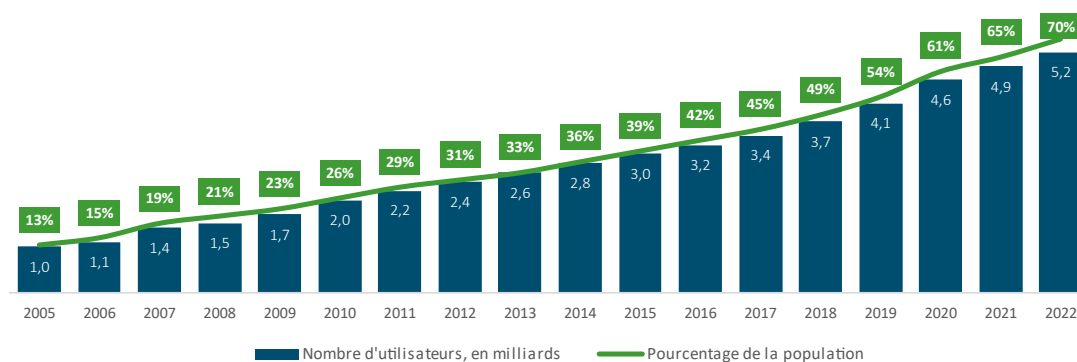
6.3 PRINCIPAUX DRIVERS DE L'EVOLUTION DU MARCHE DES PRODUITS DE MAISON CONNECTEE.

Au cours des vingt dernières années, les fondamentaux clés ayant supporté la croissance du marché mondial des produits de maison connectée sont principalement :

- Un effet volume lié à la croissance du trafic internet mondial par la hausse des usagers dans le monde ;
- Un effet « qualité » lié à la transformation des usages à l'origine d'une mutation des besoins de connectivité des usagers depuis le domicile (notamment en débit et en bande passante) ;
- Un effet technologique / innovation, intimement lié à l'effet « qualité » en raison des besoins d'accroissement des débits et de bande passante, offrant la possibilité de remplacer régulièrement les équipements anciens par des équipements plus récents intégrant les dernières normes compatibles avec les dernières technologies.

L'effet volume supportant la croissance du marché des produits de maison connecté est directement corrélé à l'accès à internet dans le monde. Le graphique ci-dessous présente l'évolution du nombre d'utilisateurs d'internet dans le monde, exprimé en milliards et en pourcentage de la population mondiale :

Evolution du nombre d'utilisateurs d'internet dans le monde de 2005 à 2022
(en milliards et en pourcentage de la population mondiale)



Source : ITU, *Measuring Digital Development (Facts and figures 2022)*

L'intensification du trafic n'a cessé de croître entre 2005 et 2022 avec près de 5.2 milliards d'individus ayant accès à internet en 2022, ce qui représente c. 70% de la population mondiale et un volume multiplié par cinq en quinze ans.

Cette croissance et cette répartition cachent certaines disparités entre les zones économiques :

- La part de la population ayant accès à internet est la plus significative dans les pays d'Europe et d'Amérique du Nord, où elle est comprise entre 80% et 90%.
- Cette part s'élève entre 60% et 70% pour les pays d'Asie Pacifique et pour les Etats Arabes.
- Elle est la plus basse dans les pays d'Afrique à c. 40%.

A long terme la croissance du nombre d'utilisateurs devrait se poursuivre sous l'effet (i) de l'accès progressif à internet des populations de pays en développement et (ii) de la hausse de la population mondiale.

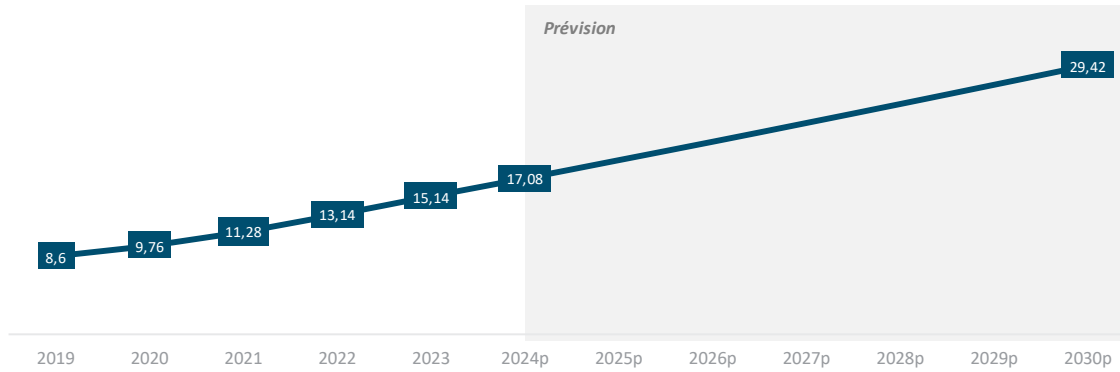
L'effet « qualité » lié à la transformation des usages s'explique par l'évolution des modes d'utilisation d'internet à l'origine d'une augmentation massive (i) des besoins de connectivité et (ii) des volumes de données transités, augmentant mécaniquement les besoins de bande passante générés par :

- La généralisation du télétravail, principalement depuis la pandémie de Covid-19 (2020) ;
- L'accroissement des volumes transités en lien avec (i) la qualité de l'information diffusée (technologie HD, etc.) et la multiplication des appareils connectés à domicile, l'utilisateur ne se contentant plus seulement de

connecter un ordinateur à son réseau mais également d'autres produits tels que les smartphones, les smart TV, et des produits IoT.

Le graphique ci-dessous présente l'évolution du nombre d'appareils connectés et IoT dans le monde entre 2019 et 2030 :

Evolution du nombre d'appareils connectés et IoT dans le monde de 2019 à 2030 (prévision)
(en milliards)



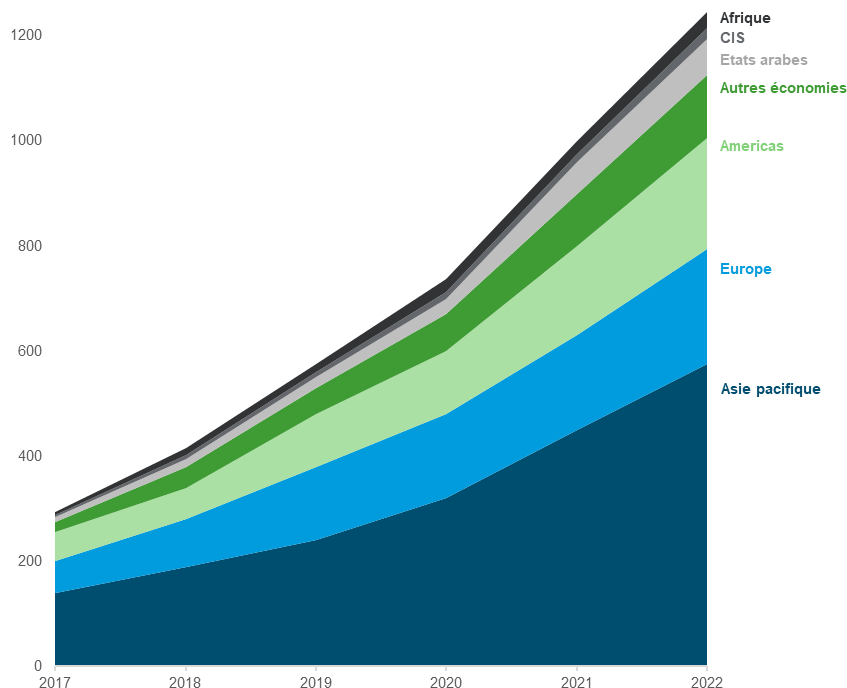
Source : Statista, Number of Internet of Things (IoT) connected devices worldwide

Le nombre d'appareils connectés machine to machine (M2M) et IoT (Internet of Things) dans le monde n'a cessé de croître en parallèle de la hausse du nombre d'utilisateurs. Estimé à 8,6 milliards d'appareils dans le monde en 2019, on recense aujourd'hui près de 15,1 milliards d'appareils soit une croissance de 75,6% sur la période, un chiffre attendu à 29,4 milliards d'appareils en 2030 soit une croissance anticipée de 94,7%.

Entre 2019 et 2024, le taux de croissance annuel moyen du nombre d'appareils connecté s'est élevé à 15%, i.e. près de deux fois plus élevé que la croissance de la population connectée.

Le graphique ci-après présente par ailleurs l'évolution de l'utilisation de la bande passante dans le monde depuis 2017 :

Evolution de l'utilisation de la bande passante dans le monde entre 2017 et 2022, par zone
(en Tbit/s)



Source : ITU, Measuring Digital Development (Facts and figures 2022)

La consommation de bande passante est en croissance depuis 2017. Cette croissance accélère nettement depuis 2020, toutes zones confondues. Cette accélération soudaine doit s'apprécier dans le contexte de la pandémie de Covid-19 à l'origine d'un accroissement soudain des besoins d'équipements à domicile.

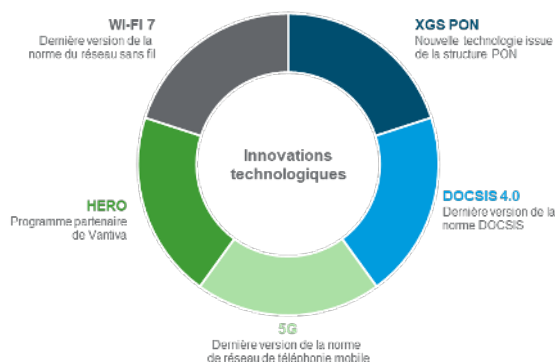
Ces effets perdurent aujourd'hui en raison du maintien du télétravail et du développement de nouveaux instruments comme le cloud ou le streaming qui nécessitent des débits plus élevés.

Ce graphique met également en évidence la disparité de croissance entre les zones économiques. Au cours des cinq dernières années, le taux de croissance moyen à l'international est de 33%, le leader étant l'Asie Pacifique avec près de 550 Tbit/s suivie de l'Europe avec 150 Tbit/s.

L'effet technologique / innovation, supporte la croissance mondiale en raison d'une part d'une hausse des besoins en débit et en taille de bande passante pour répondre à la hausse de la connectivité à domicile et d'autre part de la possibilité de remplacer régulièrement les équipements anciens par des équipements plus récents intégrant les dernières normes compatibles avec les dernières technologies.

Comme précisé précédemment, les technologies de transfert de données et les normes exploitant les médias de transmission ont beaucoup évolué au cours des 20 dernières années, avec des débits multipliés par plus de 200 depuis le début des années 2000.

Principales innovations structurant le marché



Source : Analyses RSM, Vantiva

De nouvelles technologies font encore leur apparition comme : la 5G FWA, un dispositif de solution alternative permettant de capter la Wi-Fi à partir d'un réseau FTTH. La 5G FWA activée par un opérateur permet d'atteindre les foyers éloignés et offrir des débits similaires à ceux de la fibre optique. Ce marché est d'autant plus important pour répondre à la demande de bande passante des pays émergents car son caractère d'accès facile aux zones rurales et suburbaines est très sollicité pour répondre à la connectivité dans de nombreux foyers de manière plus rentables. Selon des estimations, les connexions FWA devraient atteindre d'ici 2025, 160 millions de connexions soit environ 570 millions de personnes ayant accès à une connexion haut débit sans fil (source : services mobiles)

L'essor de la fibre optique gagne du terrain sur le marché mondial. Les pays en développement profitent directement de cette nouvelle technologie en raison du prix de l'optique et des lasers aujourd'hui plus abordables. En parallèle, les marchés très développés comme les Etats-Unis, majoritairement dominé par le câble, font face à un phénomène de démantèlement des lignes de cuivre ne leur laissant que deux possibilités : i) le déploiement de la fibre optique permettant l'insertion de réseaux hybrides fibre coaxiale et ii) l'adoption de réseaux d'accès sans fil fixes 4G/5G.

6.4 PRINCIPAUX ACTEURS DU MARCHÉ

6.4.1 Panorama des acteurs existants

Les fabricants de terminaux *broadband* et vidéo peuvent être répartis entre deux catégories principales : les *pure players* et les conglomérats équipementiers.

La catégorie des *pure players* est constituée de groupes de dimension généralement internationale, ayant pour activité principale la fabrication de terminaux *broadband* ou vidéo.

Ces acteurs sont directement comparables à Vantiva ou à l'activité HN de CommScope. Ils interviennent généralement sur plusieurs marchés économiques à l'international mais se distinguent par leurs marchés de prédilection et les prévisions de croissance que ces marchés peuvent offrir à long terme compte tenu des besoins nationaux (e.g. Asie vs. Amérique du Nord). Cette catégorie regroupe notamment, outre Vantiva :

- **Sagemcom Group** : société de droit français disposant de parts de marchés significatives en Amérique du Nord, EMEA et LATAM – son chiffre d'affaires est estimé à 2,5mds€¹⁶. Sagemcom est l'un des principaux concurrents de CH et de HN et constitue l'un des leaders mondial.
- **Arcadyan Technology Corp** : société de droit Taïwanais disposant de parts de marché importantes en EMEA. Son chiffre d'affaires est estimé à 1,4mds€ en FY22. Arcadyan figure dans le top 5 mondial.
- **Sercomm Corp** : société de droit Taïwanais disposant de parts de marché importantes en APAC – CA 2mds€ au niveau consolidé.
- **Humax Co ltd** : société de droit sud-coréen disposant de parts de marché importantes en Amérique du Nord et EMEA - chiffre d'affaires estimé à 511m€.
- **Kaon Group Co ltd** : société de droit sud-coréen disposant de parts de marché importantes en APAC et LATAM. Son chiffre d'affaires est estimé à c. 453m€.
- **Hitron Technologies Inc.** : société de droit Taïwanais disposant de parts de marché importantes en Amérique du Nord, son chiffre d'affaires est estimé à 376m€.

La catégorie des conglomérats équipementiers regroupe des multinationales intervenant sur des activités diverses autour de la filière des télécommunications et fabriquant des terminaux dans une proportion généralement modeste par rapport au poids de leurs autres activités.









Ces acteurs sont des concurrents directs sur tous les marchés des *pure players*. Cette catégorie regroupe notamment :

- **CommScope** : son activité HN figure aujourd'hui dans le top 5 mondial des produits CH.
- **ZTE Corp** : groupe basé en Chine qui se consacre principalement à la conception, au développement, à la production, à la distribution et à l'installation d'une gamme de systèmes, d'équipements et de terminaux liés aux technologies de l'information et de la communication (TIC). ZTE est notamment très présent sur les marchés LATAM et APAC.
- **Huawei Technologies Co., Ltd** : groupe basé en Chine spécialisé historiquement en fourniture de réseaux de télécommunication aux opérateurs : matériels, logiciels et prestations de services pour les réseaux de télécommunications des opérateurs et les réseaux informatiques des entreprises. Le groupe s'est depuis diversifié plus généralement dans les TIC. Le groupe est notamment implanté en Asie et EMEA.
- **Nokia Oyj** : Groupe finlandais qui opère sur le marché des infrastructures de réseau et de protocole Internet (IP), des logiciels et des services connexes. Le groupe est notamment remarquable en Amérique du Nord.

¹⁶ Source : Epsilon Research. Le capital de SagemCom group étant privé, les informations financières du Groupe ne sont pas publiées régulièrement.







Les tableaux ci-après récapitulent les informations clés recensées pour ces deux catégories d'acteurs :

Acteurs dits *Pure players* :

Présentation générale				Secteurs d'activités		Régions géographiques				
Logo	Nom	Siège	Taille (m€)	Broadband / Video	Autres	America	EMEA	APAC	LATAM	Autres
	Arcadyan	Taiwan	1 441	63%	37%	39%	38%	22%	0%	0%
	Hitron	Taiwan	376	100%	0%	66%	10%	24%	0%	0%
	Humax	Corée du sud	511	73%	27%	14%	39%	38%	9%	0%
	Kaon	Corée du sud	453	100%	0%	22%	6%	66%	0%	6%
	Sagemcom	France	2 467	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
	Sercomm	Taiwan	1 973	100%	0%	65%	20%	14%	0%	0%
	SDMC	Chine	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c	n.c
	Vantiva	France	2 776	76%	24%	55%	21%	9%	15%	0%

Source : analyses RSM, Rapports annuels, Étude Vantiva, Refinitiv

Acteurs conglomérats équipementiers :

Présentation générale				Secteurs d'activités		Régions géographiques				
Logo	Nom	Siège	Taille (m€)	Broadband / Video	Autres	America	EMEA	APAC	LATAM	Autres
	CommScope	Etats-Unis	8 623	18%	82%	62%	17%	9%	7%	5%
	Dasan	Corée du Sud	60	39%	61%	0%	0%	99%	0%	1%
	Ericsson	Suède	24 379	n.c	n.c	35%	55% (EMEA, APAC & LATAM)			10%
	Huawei	Chine	86 100	n.c	n.c	5%	23%	7%	0%	64%
	Nokia	Finlande	24 911	36%	64%	34%	35%	16%	5%	10%
	ZTE	Chine	16 657	n.c	n.c	19% (America & EMEA)		12%	0%	69%

Source : analyses RSM, Rapports annuels, Étude Vantiva, Refinitiv

6.4.2 Classement des opérateurs dans le monde

Vantiva et HN figurent parmi les 5 principaux acteurs mondiaux sur le marché des produits CH, aux côtés de SagemCom (leader mondial), Arcadyan et Skyworth.

Par ailleurs, tant Vantiva que l'activité HN de CommScope figurent parmi les 5 acteurs majeurs dans les principales zones économiques régionales : Amérique du Nord (NAM), Europe, Moyen-Orient et Afrique (EMEA), Amérique Latine et Caraïbes (LATAM) et Asie Océan Pacifique (hors Chine) (APAC), ainsi qu'il ressort du planisphère présenté ci-dessous (à l'exception de la région APAC pour CommScope).



Source : analyses Vantiva, Dell'Oro 4Q22, companies & Omdia STB 4Q22, BB 4Q22 reports
Les Groupes sont présentés par ordre alphabétique

7 PANORAMA DE LA FILIERE DES CD, DVD, BLU-RAY

7.1 DEFINITION – INDUSTRIE DES SUPPORTS MULTIMEDIAS

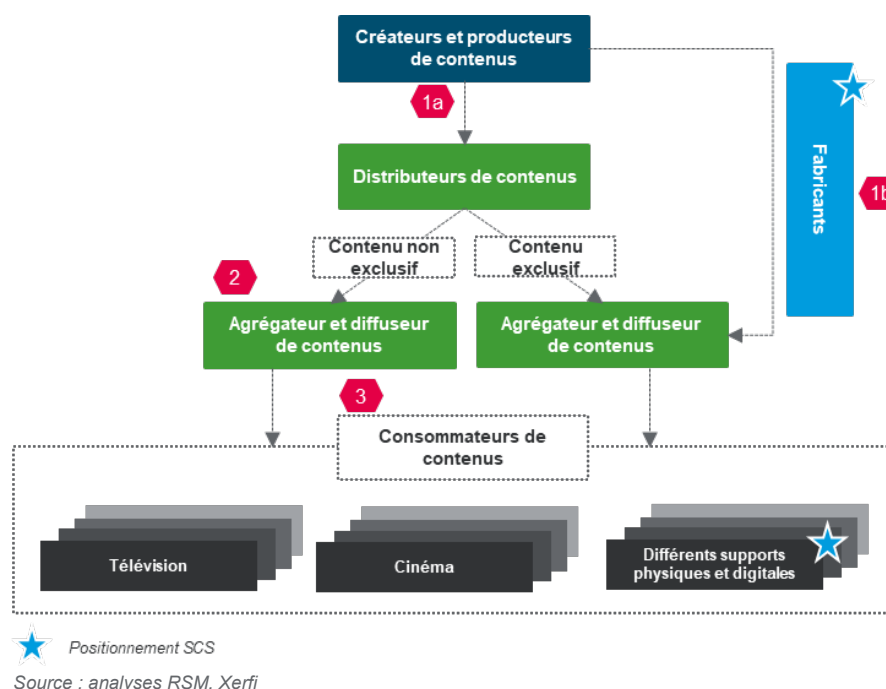
7.1.1 Circuit des supports multimédias (service DVD)

Un support multimédia est défini par la conservation et l'exploitation simultanée de l'image et du son. Il peut être de nature physique et digital.

Les supports multimédias sont utilisés par l'industrie du divertissement de masse, ils concernent plusieurs segments :

- L'industrie musicale : activité qui correspond à la production d'œuvres artistiques obtenues par un processus industriel de reproduction ;
- L'industrie cinématographique et audiovisuelle : activité qui correspond à la production de produits audiovisuels comprenant la production de films, vidéos, émissions de télévision ou de radio ;
- L'industrie des jeux vidéo : activité qui correspond au développement de produits de divertissement.

Le schéma ci-dessous illustre de manière simplifiée le rôle des différents acteurs de l'industrie du divertissement et le positionnement des produits de SCS dans la filière :



En **1**, un contenu est créé par des producteurs (maisons de disques et studios de cinéma), il est alors (a) réceptionné par des acteurs spécialisés dans l'introduction d'œuvre sur le marché (phase de commercialisation, marketing et autre). Les producteurs de contenu (b) passent commande, par anticipation de leurs ventes physiques, auprès d'un fabricant de supports.

En **2**, le contenu de nature exclusif ou non exclusif est réceptionné par un agrégateur. L'agrégateur diffuse le contenu auprès d'une multitude d'acteurs : éditeurs de chaînes de télévision, éditeurs de stations de radio, détaillants physiques de CD, vinyles, DVD ou Blu-Ray, exploitants de salles de concert et de salles de cinéma.

17

En **3**, le contenu diffusé par agrégateurs est mis à disposition des consommateurs par les multiples points de raccord : télévision, cinéma ou les différents supports de nature physique ou digitale.

¹⁷Source : Xerfi, L'industrie mondiale du divertissement, septembre 2021

7.1.2 Organisation du métier

Le cycle de fabrication d'un support physique s'inscrit depuis la sélection du fabricant au cours d'un appel d'offre, jusqu'au retour des produits dans les entrepôts. Le cycle suit les 6 étapes récapitulées ci-après :

1. Dans le cas d'une sortie prochaine d'un film, un producteur publie un appel d'offre ou une commande spécifique pour un produit qu'il souhaite fabriquer.
2. Les fabricants de supports physiques répliquent le produit en masse dans leurs usines.
3. Après fabrication du produit, le fabricant prépare la phase d'emballage : installation dans les jaquettes, mise en place d'éditions spéciales, insertion de coupons de réduction.
4. Les produits emballés sont réquisitionnés par les centres de distribution qui se chargent ensuite de les distribuer auprès des agrégateurs.
5. Les agrégateurs assurent le stockage des produits non vendus et la gestion des retours dans les entrepôts du fabricant. Les produits sont rendus de nouveau vierges pour les réutiliser et les redistribuer au cours de futures opérations.

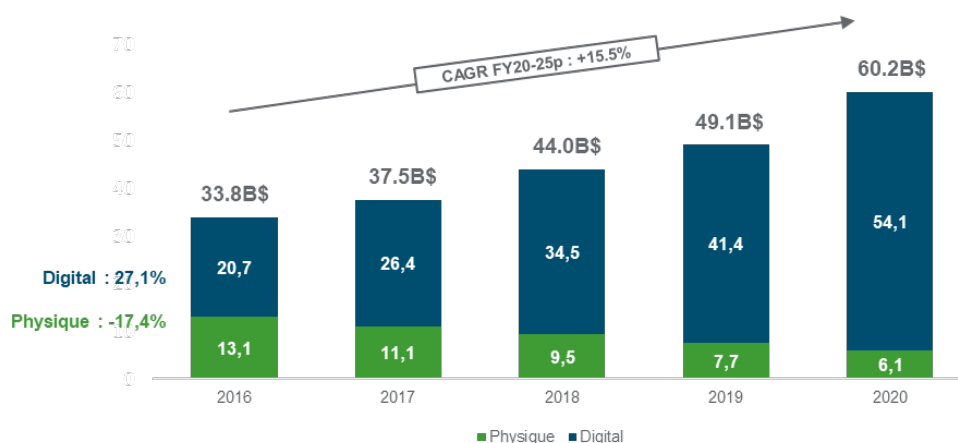
7.2 RISQUES CLES

Les risques clés qui affectent les fabricants et qui sont ainsi déterminants dans leur succès ou leur échec sont :

- La démocratisation de la bande passante et de l'accès à internet pour un plus grand nombre d'utilisateurs ;
- Le développement de nouveaux équipements connectés favorisant la consommation de contenus de nature digital.

7.3 TENDANCES

Tendances du marché des supports multimédias dans le monde



Sources : analyses RSM, Xerfi¹⁸

Le marché mondial des supports multimédias est estimé à 60,2 milliards d'euros en 2022, en hausse continue depuis l'année 2016 avec une croissance annuelle moyenne de 15% (CAGR). Ce marché se décompose en deux branches : les supports digitaux (achat aux formats numériques, vidéo à la demande, abonnement à un service de streaming ou de TV payante) et les supports physiques (CD, DVD, Blu-ray et vinyles).

¹⁸ Source : Xerfi, L'industrie mondiale du divertissement, septembre 2021

Entre 2016 et 2020, le marché des supports digitaux à l'international était en croissance de 161% tandis que le marché des supports physiques était en baisse de 53%. Ces évolutions s'expliquent principalement par une transformation de l'industrie du divertissement en faveur des offres digitales bénéficiant d'un effet technologie et d'un effet Covid-19 :

- Un phénomène de dématérialisation, les nouvelles technologies vidéos et audio intègrent des plateformes permettant aux consommateurs d'accéder à une multitude de contenus qu'il est possible d'exploiter sans nécessairement les posséder ;
- La mise en place de restrictions de déplacement et la suspension des activités de divertissement hors domicile instaurées par la crise sanitaire ont accéléré les pratiques de consommation numérique.

A moyen terme, le marché attend une stabilisation de ces tendances sous l'effet mix :

- D'une demande grandissante pour les supports digitaux avec l'entrée des *majors* comme Walt Disney Company (*Disney+*), WarnerMedia (*HBO Max*) ou Comcast (*Peacock*) enrichissant l'offre digitale ;
- De la demande grandissante des pays émergents pour le contenu cinématographique et audiovisuel, supports physiques ou digitaux confondus ;
- De la demande résiliente pour les supports physiques en raison : (i) de la propriété des copies pour les DVD ou Blu-Ray permettant aux consommateurs de détenir indéfiniment le film et ainsi ne pas être affecté par l'expiration de son abonnement ou à des droits de diffusion et (ii) des artistes voulant conserver leurs prestiges avec la vente de vinyles leur permettant aussi de réaliser de meilleures marges.

7.4 PRINCIPAUX ACTEURS DU MARCHÉ DE LA FABRICATION DE SUPPORTS PHYSIQUES

Les fabricants de supports physiques correspondent essentiellement à des multinationales intervenant sur des activités diverses autour de la filière des supports physiques et fabriquant des DVD, CD et Blu-Ray dans une proportion généralement modeste par rapport au poids de leurs autres activités.

Les concurrents suivants de Vantiva interviennent sur plusieurs marchés économiques à l'international :

- **Sony** : groupe basé au Japon spécialisé en fabrication dans le domaine électronique, la téléphonie, l'informatique, le jeu vidéo, la musique et le cinéma. Sa filiale DADC est spécialisée dans la fabrication de CD, DVD et Blu-Ray, elle partage aujourd'hui 30% de parts de marché en Europe, et positionne le groupe en 2^{ème} acteur européen des produits de support physique.
- **Bertelsmann** : groupe basé en Allemagne qui opère essentiellement dans le secteur média mais aussi le secteur tertiaire et l'enseignement. Sa filiale Sonopress est spécialisée dans la réplique de CD et de DVD, elle partage aujourd'hui 30% de parts de marché en Europe, et positionne le groupe en 3^{ème} acteur européen des produits de support physique.

Vantiva est un des leaders sur le marché de la fabrication de supports physiques, avec une forte présence en Amérique du Nord et en Europe.

8 PERFORMANCES FINANCIERES HISTORIQUES DE VANTIVA

Bases d'analyses : La présentation des performances financières historiques de Vantiva a été réalisée à partir (i) des documents d'enregistrement publiés par le Groupe au cours des exercices sur 12 mois FY20A à FY22A, (ii) de la situation au 1^{er} semestre FY23E publiée par le Groupe (situation sur 6 mois) et (iii) de nos entretiens avec la direction financière.

Comme précisé dans ce rapport, en FY22A le Groupe a procédé à la scission de son activité TCS, impliquant un exercice FY22A présentant des résultats non directement comparables à l'exercice FY21A.

Nous présentons dans la section des comptes de résultats historiques une analyse consolidée puis une analyse pour les deux divisions CH et SCS.

Les analyses sur l'EBITDA du Groupe se réfèrent uniquement à la notion d'EBITDA ajusté conformément à la définition donnée à cet agrégat par le management dans ses documents de référence.

Vantiva établit ses comptes consolidés selon le référentiel des normes IFRS.

8.1 COMPTES DE RESULTATS HISTORIQUES CONSOLIDES DU GROUPE

Compte de résultat consolidé - Vantiva en m€	FY19A	FY20A	FY21A	FY22A	6m YTD23E	CAGR FY19-FY22 FY19-FY23	
Connected homes	1 983	1 764	1 544	2 120	807	2%	(5%)
SCS	882	706	701	655	231	(9%)	(15%)
Chiffre d'affaires CH + SCS	2 865	2 470	2 245	2 775	1 038	(1%)	(8%)
Production services - TCS	893	513	629	-	-	(100%)	(100%)
Corporate & other	43	23	23	1	-	(71%)	(100%)
Chiffre d'affaires autres divisions	936	536	652	1	-	(90%)	(100%)
Chiffre d'affaires Groupe	3 801	3 006	2 897	2 776	1 038	(10%)	(14%)
COGS	(3 375)	(2 725)	(2 494)	(2 469)	(918)	(10%)	(14%)
Marge brute	426	281	403	307	120	(10%)	(13%)
AACE	(323)	(283)	(262)	(205)	(101)	(14%)	(29%)
Charges de R&D	(114)	(94)	(85)	(89)	(36)	(8%)	(28%)
Charges opérationnelles	(437)	(377)	(347)	(294)	(136)	(12%)	(29%)
Autres charges d'exploitation	(109)	(167)	(28)	(25)	(135)	(39%)	(7%)
EBIT audité	(120)	(263)	28	(12)	(151)	(54%)	(17%)
Eléments de passage EBIT - EBITDA	447	424	224	159	-	(29%)	(100%)
EBITDA sur activités courantes	327	161	252	147	(151)	(23%)	(198%)
(-) Litiges et autres	(2)	6	15	13	-	(287%)	(100%)
EBITDA ajusté Vantiva	325	167	267	160	(151)	(21%)	(197%)
Produits/(pertes) financiers	(84)	77	(126)	(177)	(55)	28%	(189%)
Produits/(pertes) exceptionnels	(1)	-	-	(311)	(25)	578%	n.a.
EBT	(205)	(186)	(98)	(500)	(231)	35%	7%
Impôt sur les sociétés	(3)	(5)	(24)	(30)	3	115%	(184%)
Résultat après impôts	(208)	(191)	(122)	(530)	(228)	37%	6%
Gains/(pertes) sur opérations cédées	(22)	(15)	(19)	680	(2)	(414%)	(51%)
Résultat net	(230)	(206)	(141)	150	(230)	(187%)	4%
KPIs							
Var CA Groupe YoY	n.a.	(20,9%)	(3,6%)	(4,2%)	(62,6%)		
Var CA CH + SCS YoY	n.a.	(13,8%)	(9,1%)	23,6%	(62,6%)		
Marge brute (%CA)	11,2%	9,3%	13,9%	11,1%	11,6%		
EBIT (%CA)	(3,2%)	(8,7%)	1,0%	(0,4%)	(14,5%)		
EBITDA ajusté Vantiva (%CA)	8,6%	5,6%	9,2%	5,8%	(14,5%)		
Résultat net (%CA)	(6,1%)	(6,9%)	(4,9%)	5,4%	(22,1%)		

Source: Vantiva Annual Reports / Vantiva Pro-Forma FY23 Reporting / RSM Analysis

Chiffre d'affaires

Sur FY19A - FY22A, le chiffre d'affaires du Groupe est en diminution de (1)mds€ passé de 3,8mds€ à 2,8mds€ (TCAM de (10)%) en raison de deux effets :

- La scission de l'activité TCS survenue en 2022 : cette activité générerait un CA de 0,9mds€ en FY19A ;
- La diminution du chiffre d'affaires sur la division SCS de c. (0,2)mds€, dans le contexte de la baisse de la demande sur le marché des DVD et CD.

Le chiffre d'affaires de la division CH ressort à 2,1mds€ en FY22A, en croissance de 2% (TCAM) depuis FY19A principalement sous l'effet en FY22A de la réalisation de commandes qui s'étaient accumulées depuis FY20A et qui avaient été reportées en raison de la crise des semi-conducteurs et de ruptures d'approvisionnement.

Marge brute

Les COGS (« *Cost of goods sold* ») de Vantiva, toutes activités confondues, sont composés principalement des coûts de productions directs suivants :

- Les coûts de fabrication des produits de la division CH (modems, routeurs, amplificateurs WIFI, décodeurs...) auprès des fabricants contractuels de Vantiva. Ces coûts intègrent la main d'œuvre et une partie des composants standards acquis par les fabricants contractuels sous délégation du Groupe.
- Les coûts d'acquisition de certains composants critiques (notamment les *chipsets*) que le Groupe prend directement en charge dans un objectif de contrôle qualité, de contrôle du prix et pour anticiper les risques de rupture d'approvisionnement.

Les variations de prix de matières premières, dépendants principalement des conditions d'approvisionnements, des conditions économiques, et de l'intensité concurrentielle, ont une conséquence directe sur les coûts de production et la marge brute de Vantiva.

- Les coûts de logistique et d'acheminement de matière première et de produits finis ;
- Les coûts de production liés à l'activité SCS, principalement les coûts de fabrication et réplcation des supports physiques sur les sites de production du Groupe.

La marge brute consolidée historique de Vantiva évolue entre c.9,3% et c.13,9% du chiffre d'affaires.

En FY20A, la dégradation de la marge à 9,35% s'explique principalement par la chute de la marge sur la division SCS et par la pandémie de Covid-19 à l'origine de la dégradation des prix d'achats de matières premières, de la pénurie de semi-conducteurs et de chip-sets, ainsi qu'à des conditions d'acheminements à l'origine d'une inflation importante sur les coûts de transports.

En FY21A et FY22A, le retour à un niveau de marge historique pour l'activité TCS et une meilleure négociation des prix de transport et matières premières par le groupe a engendré une amélioration de la marge brute.

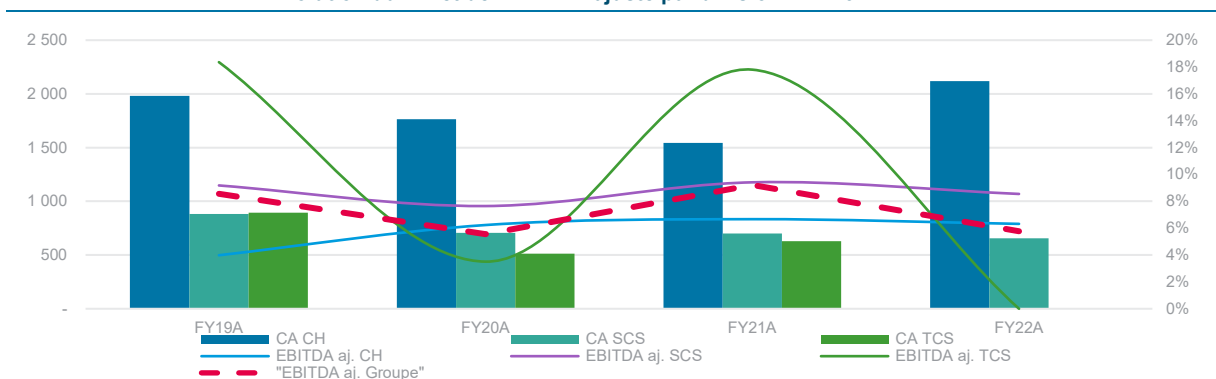
EBITDA et EBIT

Nous présentons ci-dessous par illustration la contribution historique de l'EBITDA ajusté et de l'EBIT par division dans le groupe (hors division *Corporate & Other*) :

Compte de résultat - Vantiva - CA et EBITDA aj. par division en m€	Connected Home				SCS				TCS			
	FY19A	FY20A	FY21A	FY22A	FY19A	FY20A	FY21A	FY22A	FY19A	FY20A	FY21A	FY22A
Chiffre d'affaires	1 983	1 764	1 544	2 120	882	706	701	655	893	513	629	-
EBITDA ajusté	79	110	103	134	81	54	66	56	164	18	112	-
EBITDA (%CA)	4%	6%	7%	6%	9%	8%	9%	9%	18%	4%	18%	n.a.
EBIT	(24)	(21)	11	34	(94)	(111)	-	(3)	3	(103)	27	-
EBIT (%CA)	(1%)	(1%)	1%	2%	(11%)	(16%)	0%	(0%)	0%	(20%)	4%	n.a.

Source: Document d'enregistrements universel Vantiva

Evolution du CA et de l'EBITDA ajusté par division – FY19A – FY22A



Source : Documents d'enregistrements universel Vantiva

La marge d'EBITDA de Vantiva oscille entre 8,6% en FY19A et 5,8% en FY22A. Son évolution erratique s'explique comme décrit ci-après pour chaque exercice.

Entre FY19A et FY20A, l'EBITDA du Groupe a été principalement dégradé par les contreperformances de la division TCS dans le contexte de la pandémie de Covid-19, ayant généré des arrêts des activités des groupes de production clients de Vantiva. Sur cette période, le CA de cette division est passé de 893m€ à 513m€ et sa marge d'EBITDA est passée de 18,4% à 3,5%.

La dégradation de l'EBITDA SCS sur cette période a été partiellement compensée par une amélioration des rendements sur la division CH de plus de 2pp, consécutive à un plan de réorganisation initié par le Groupe en 2018 et ayant généré notamment un meilleur pilotage opérationnel de la *supply chain*.

Entre FY20A et FY21A, la hausse de l'EBITDA à 9,2% du CA s'explique principalement par une reprise d'activité sur le périmètre TCS lui permettant de retrouver une marge de 17,8%. La hausse de la marge Groupe vs. FY19A doit s'apprécier par les bénéfices du plan de réorganisation de CH, pour la deuxième année consécutive.

En FY22A, la nouvelle baisse de la marge d'EBITDA à 5,8% résulte essentiellement de la scission de TCS.

L'EBIT du Groupe ressort historiquement négatif. Les éléments de passage du management considérés entre l'EBITDA ajusté et l'EBIT Groupe sont principalement composés comme suit :

- Des charges de restructuring, qui concernent depuis FY19A les 3 divisions. La division SCS en premier lieu, en raison des besoins de réorganisation de cette activité dans le contexte de diminution de son marché et les autres divisions, dont CH, dans le contexte du plan de réorganisation courant jusqu'en 2020.
- Des dépréciations sur les actifs incorporels (notamment les écarts d'acquisition) principalement sur la division SCS en raison de la diminution structurelle du marché ; et
- Des amortissements et dépréciation sur les autres actifs utilisés dans les cycles opérationnels de chaque division.

Depuis FY21A, la marge d'EBIT est presque à l'équilibre en raison de la réduction des coûts de restructuring engagés par le Groupe sur ses divisions.

La marge d'EBIT de l'activité CH est positive depuis FY21A, portée par (i) la fin du plan de réorganisation ayant engendré des coûts non récurrents et (ii) les effets positifs de ce plan en termes de productivité.

Résultat net

Le Groupe présente des pertes nettes entre FY19A et FY21A, comprises entre (140)m€ et (230)m€. Elles sont générées principalement par les charges d'intérêts sur prêts qui viennent accroître les pertes opérationnelles (EBIT) affichées par le Groupe.

En FY22A le bénéfice ressort à 150m€ principalement sous l'effet des gains comptabilisés dans le cadre de la scission de TCS.

8.1.1 Comptes de résultats historiques de la division CH

Compte de résultat - Vantiva - Connected Home en m€	FY19A	FY20A	FY21A	FY22A	6m YTD23E	CAGR FY19-FY22
Chiffre d'affaires	1 983	1 764	1 544	2 120	807	2%
Charges opérationnelles	(1 904)	(1 654)	(1 441)	(1 986)	(751)	1%
EBITDA ajusté	79	110	103	134	56	19%
Ajustements d'EBIT Vantiva	5	(37)	(7)	(9)	-	(222%)
Amortissement d'incorporels	(36)	(24)	(21)	(24)	-	(13%)
D&A	(72)	(70)	(64)	(67)	-	(2%)
EBIT	(24)	(21)	11	34	56	(212%)
KPIs						
Var CA YoY (%)	n.a.	(11,04%)	(12,47%)	37,31%	(23,87%)	
EBITDA ajusté (%CA)	3,98%	6,24%	6,67%	6,32%	6,94%	
EBIT (%CA)	(1,21%)	(1,19%)	0,71%	1,60%	6,94%	

Source: Document d'enregistrements universel Vantiva

Le chiffre d'affaires CH est en croissance annuelle moyenne de 2% entre FY19A et FY22A, passé de 1,9mds€ à 2,1mds€. Sur la période cette tendance se décline en deux phases :

- De FY19A à FY21A, le chiffre d'affaires a baissé de (0,4)mds€, à 1,5mds€ en raison principalement de la pénurie mondiale de composants (crise des semi-conducteurs) et de la perturbation massive des marchés d'approvisionnement dans le contexte de la pandémie de Covid-19, générant des difficultés à satisfaire

les carnets de commandes. Cette baisse intervient alors que les commandes clients 2021 étaient supérieures à celles enregistrées en 2020 par le Groupe.

- Entre FY21A et FY22A, le chiffre d'affaires de la division est en hausse de 0,6mds€ (+37%) à 2,1mds€ sous trois effets :
 - o (i) l'effet de l'amélioration des conditions d'approvisionnement, permettant un rattrapage sur le backlog de commandes non-satisfaites en 2021 ;
 - o (ii) un effet mix-produit par lequel la croissance a été tirée par les produits sur les technologies hauts-débits. Cette croissance en valeur a permis de compenser la baisse des volumes plus générale provenant des pays d'Asie-Pacifique ;
 - o (iii) un effet prix par la répercussion de surcoûts en approvisionnements (notamment composants) sur les factures clients.

Les marges d'EBITDA CH sont globalement à la hausse sur la période d'observation, passant de c. 4% en FY19A à 6.3% en FY22A, avec une hausse significative dès FY20A à 6,2% du CA avant une période de stabilisation.

Cette hausse de la rentabilité s'explique principalement par les résultats du projet *Dolphin* instauré par le Groupe entre 2018 et 2020, qui a consisté à refondre l'offre CH notamment sur les points suivants :

- Mise en place de « l'approche plateforme » par laquelle le Groupe fonde ses produits *broadband* sur une base générique développée en interne, avant adaptation à ses clients ;
- Concentration des efforts commerciaux sur certains clients clés, sélectionnés notamment pour l'innovation technologique qu'ils sollicitent ;
- Mise en place d'un outil interne de management étroit de la *supply chain* en temps réel, permettant au Groupe un contrôle et une planification optimisés de la production en anticipant à la semaine ou à la journée les volumes clients à produire ;
- Déclinaison d'une politique d'achat plus efficace permettant au groupe de bénéficier d'un effet volume sur les prix d'approvisionnement.

Ce projet a permis une réduction des charges d'exploitation de l'ordre de (40)% à volume constant et a également résulté en une meilleure négociation des prix d'achats de matériaux.

Sur YTD23E, la division CH est impactée principalement par une baisse des commandes des opérateurs consécutive aux commandes massives survenues depuis la pandémie de Covid-19 et aux stocks accumulés, pour partie écoulés en FY22A. Il en résulte une baisse projetée du CA de (10)% vs. H1 2022.

8.1.2 Comptes de résultats historiques de la division SCS

Compte de résultat - Vantiva - SCS en m€	FY19A	FY20A	FY21A	FY22A	6m YTD23E	CAGR FY19-FY22
Chiffre d'affaires	882	706	701	655	231	(9%)
Charges opérationnelles	(801)	(652)	(635)	(599)	(224)	(9%)
EBITDA ajusté	81	54	66	56	7	(12%)
Ajustements d'EBIT Vantiva	(78)	(105)	(20)	(19)	-	(38%)
Amortissement d'incorporels	(10)	(8)	(9)	(7)	-	(11%)
D&A	(87)	(52)	(37)	(33)	-	(28%)
EBIT	(94)	(111)	-	(3)	7	(68%)

KPIs					
Var CA YoY (%)	n.a.	(19,95%)	(0,71%)	(6,56%)	(29,47%)
EBITDA ajusté (%CA)	9,18%	7,65%	9,42%	8,55%	3,03%
EBIT (%CA)	(10,66%)	(15,72%)	0,00%	(0,46%)	3,03%

Source: Document d'enregistrements universel Vantiva

Le chiffre d'affaires SCS est en diminution annelle moyenne de (9)% (CAGR) entre FY19A et FY22A dans le contexte de la baisse générale de la demande sur le marché des supports physiques, exacerbée en FY20A par la pandémie de Covid-19 qui a orienté davantage les consommateurs vers la consommation en ligne.

En FY21A, la division a mieux résisté avec un CA presque stable, en parvenant à compenser la baisse des volumes sur les supports multimédias par la hausse sur les nouvelles activités lancées par le Groupe dans le cadre de son projet de diversification.

En FY22A, la baisse du CA de (6,6)% s'explique au-delà du déclin structurel de l'activité des supports physiques par une chute de commandes en provenance d'un client clé. La baisse a été partiellement compensée par les nouvelles activités et par le lancement de la production de disques vinyles.

La marge d'EBITDA SCS de la division oscille entre c.8% et 9,5% sur la période revue. Les tendances d'années en années s'expliquent par un effet mix :

- La baisse générale des commandes de nature à impacter les coûts fixes ;
- Des plans de réduction des coûts initiés par le Groupe ;
- Les premières contributions des marges sur l'activité Vinyle.

Sur YTD23E, la division SCS est impactée par une nouvelle baisse de la demande. Le management prévoit que les bénéfices des nouvelles activités sur le chiffre d'affaires ainsi que des nouvelles économies de coûts lancées sur l'exercice doivent porter leurs fruits au cours du second semestre FY23.

8.2 BILANS HISTORIQUES

Bilan Consolidé - Vantiva en m€	31-déc.-19	31-déc.-20	31-déc.-21	31-déc.-22	30-juin-23
Immobilisations incorporelles	1 768	1 399	1 425	838	685
Immobilisations corporelles	191	140	162	98	100
Actifs financiers	53	79	85	111	84
Total actifs immobilisés	2 012	1 618	1 672	1 047	869
Stocks	243	195	335	452	335
Créances clients	507	425	359	343	225
Dettes fournisseurs	(825)	(710)	(671)	(855)	(516)
Autres éléments de BFRE	42	18	5	(3)	12
BFRE	(33)	(72)	28	(63)	56
Autres éléments de BFR	(260)	(118)	(166)	(105)	(150)
BFR	(293)	(189)	(138)	(168)	(94)
Impôts différés	25	30	30	16	25
Disponibilités	65	330	196	167	39
Provisions pour retraite et avantages assimilés	(375)	(358)	(295)	(224)	(217)
Emprunts financiers	(987)	(964)	(1 042)	(364)	(407)
Dettes sur acquisition d'immo.	(25)	(18)	(34)	(35)	n.a.
Dettes de loyer	(311)	(178)	(193)	(67)	(71)
Trésorerie/(dette) nette	(1 635)	(1 188)	(1 369)	(523)	(655)
Autres provisions	(74)	(100)	(61)	(52)	(62)
Capitaux propres Groupe	2	100	161	257	139
KPIs					
BFR (en jours de CA)	28	23	17	22	33
BFR (en %CA)	(7,72%)	(6,30%)	(4,77%)	(6,05%)	(9,04%)

Source: Vantiva Annual Reports / Vantiva Pro-Forma FY23 Reporting / RSM Analysis

Actifs immobilisés

Les actifs immobilisés du Groupe sont comptabilisés pour 1mds€ à fin décembre 2022 et 0,9mds€ à fin juin 2023. Ils se composent principalement comme suit :

- (i) des actifs incorporels (78% du poste à fin Juin-23) résultant des acquisitions historiques de sociétés et d'activités par le Groupe. Ces actifs sont notamment des écarts d'acquisition (à hauteur d'approximativement 55%, avec une majorité issue d'acquisitions dans la division CH), des marques, des brevets et des portefeuilles de relations clients.
- (ii) des actifs corporels, composés des sites de R&D et de fabrication du Groupe pour ses divisions SCS et CH ;
- (iii) des actifs financiers, composés des lignes de participations du Groupe dans différentes structures, dont TCS et de 57m€ de trésorerie mise en nantissement.

La diminution des actifs entre déc.-21 et Juin-23 s'explique par (i) la scission de l'activité TCS (dont des portefeuilles de marques et de relations clients) et (ii) les dépréciations comptabilisées par le Groupe sur sa division SCS dans le contexte de la baisse du marché des supports physiques.

Besoin en fonds de roulement

Le Groupe présente une position structurelle d'excédent de fonds de roulement, établie jusqu'au 30 Juin 2023 entre 20 et 30 jours de chiffre d'affaires à la clôture.

Le BFR d'exploitation historique est négligeable, établi en moyenne à (17)m€, et présentant des faibles variations d'une clôture à l'autre. L'activité ne présente pas de saisonnalité particulière sur la base de notre prise de connaissances des niveaux de BFR trimestriels.

Sur SCS, la division présente un BFR d'exploitation positif et relativement stable, entre 3 et 4% du CA LTM.

Sur l'activité CH, le BFR d'exploitation évolue entre (6)% et 3% sur la période dec.-20 à Juin-23. Ces variations s'expliquent principalement par des augmentations de stocks, visibles sur les comptes consolidés du Groupe (hausse moyenne d'approximativement 45% par an, approx. 20% du CA en FY22 vs. 11% du chiffre d'affaires annuel en FY20). Concomitamment, les dettes fournisseurs se sont accumulées sur la période observée (FY20-FY22), en hausse moyenne d'approximativement 13% par an.

Cette hausse exceptionnelle des stocks sur la période s'explique par des difficultés d'écoulement des stocks due à une demande diminuée sur les marchés Euroasiatiques pendant la période de la pandémie du Covid-19, des difficultés d'approvisionnement sur certains composants mettant en suspens l'assemblage de produits finis, et une accumulation de stocks chez les clients sur la fin d'année 2022. En parallèle, les dettes fournisseurs se sont accumulées en lien avec l'accumulation de stocks invendus.

Ces tendances, anormales, ont commencé à se normaliser en 2023, avec un écoulement progressif des stocks accumulés, et, mécaniquement, un dénouement des dettes fournisseurs sur le premier semestre FY23.

Position de trésorerie (dette) nette

Historiquement, les comptes de Vantiva présentent une position de dette nette principalement composée (i) d'emprunts souscrits, principalement en financement des acquisitions historiques d'activités et (ii) de provisions pour retraites.

La position de dette nette passe de (1,4)mds€ à fin dec.-21 à (0,5)mds€ à fin Juin-23 principalement sous l'effet de la cession de l'activité TCS qui incluait une situation de dette nette de (622)m€.

9 PERFORMANCES FINANCIERES HISTORIQUES DE HOME NETWORKS

9.1 PERFORMANCES FINANCIERES FY20E – FY22E

Commentaire sur les bases d'analyses historiques FY20E à FY22E :

Le périmètre HN est composé de sociétés ainsi que d'actifs et passifs isolés détenus globalement par le groupe CommScope depuis l'acquisition d'Arris.

Des comptes de résultats historiques (jusqu'à l'EBITDA) du périmètre HN sur FY20E, FY21E et FY22E ont été préparés dans le cadre du travail de détournement comptable et analytique pour la scission de l'activité. Ce travail a été réalisé à l'appui de cabinets de conseils mandatés par les parties et a été présenté, notamment, dans des rapports de due diligences financières préparés par ces cabinets.

Le management de CommScope avait procédé à un premier travail de détournement qui aboutissait à des EBITDA reportés compris entre (20)mUSD et (152)mUSD en fonction des exercices.

Les EBITDA ajustés présentés ci-après – bases de nos analyses - correspondent à des EBITDA standalone de HN. Les principaux éléments d'ajustements par rapport aux EBITDA reportés par le management de CommScope sont les suivants :

- Intégration de produits et de lignes de services inclus dans la transaction envisagée mais initialement non reportés avec exhaustivité par le management de CommScope ;
- Exclusion des produits et charges non récurrents ou non opérationnels, en grande partie composés de charges de restructuring et d'intégration engagées par CommScope suite à l'acquisition d'Arris dans le groupe ;
- Ajustements de périmètre, par l'estimation des coûts de structure directs standalone que serait amenée à supporter la division HN après scission.

Ces travaux d'ajustement ont été effectués dans le cadre d'une mission de due diligence financière réalisée par un cabinet de conseil financier mandaté par CommScope. Ils ont été ensuite revus par un second cabinet de conseil financier mandaté par Vantiva.

Aucun bilan historique complet de HN ne nous a été communiqué, notre présentation des performances financières historiques se concentre donc sur les comptes de résultats et les éléments de BFR détourné en déc.-21, déc.-22 et fin juin-23.

Nos analyses du besoin de fonds de roulement du périmètre HN sont fondées sur une analyse en condition d'acquisition, c'est-à-dire en incluant l'état du BFR dans les conditions dans lesquelles il est acquis. En ce sens, nous avons retraité un excédent de 150m\$ de stocks non-acquis par Vantiva selon les accords convenus entre les parties. Cet excédent de stocks consiste en matériels et composants accumulés sur la période FY20-FY22 suite aux complications des conditions d'approvisionnement.

CommScope établit ses comptes consolidés selon le référentiel des normes comptables américaines (US GAAP). Les comptes « détournés » de HN sont présentés en suivant ce même référentiel.

Compte de résultat - Home Networks - post-ajust. FDD en mUSD	FY20E	FY21E	FY22E	6m YTD23E	CAGR FY20-22
Broadband sales	1,172	914	903		(12.19%)
Video sales	1,045	773	669		(20.01%)
Retail	121	92	70		(24.03%)
Software & services	76	71	63		(9.23%)
Royalty revenue adj.	-	(14)	-		n.a.
Chiffre d'affaires	2,414	1,837	1,705		(15.96%)
Chiffre d'affaires reporté mgmt	2,360	1,837	1,703	667	n.a.
Charges opérationnelles	(2,213)	(1,754)	(1,673)	-	(13.06%)
EBITDA FDD ajusté	201	83	32		(59.85%)
EBITDA reporté mgmt (pour mémoire)	(152)	(91)	(20)	(6)	n.a.
Amortissement d'incorporels	(104)	(104)	(104)	-	0.12%
D&A	(35)	(23)	(17)	-	(31.21%)
EBIT	62	(43)	(88)	(6)	n.a.
KPIs					
Var CA YoY (%)	n.a.	(23.91%)	(7.19%)	n.a.	
Marge brute (%CA)	16.72%	15.33%	13.84%	n.a.	
EBITDA ajusté (%CA)	8.34%	4.53%	1.90%	n.a.	
EBIT (%CA)	2.58%	(2.35%)	(5.18%)	n.a.	

Source: Carve-out HN / PwC Due Diligence Report / 8A Red Flag Report / RSM Analysis

Chiffre d'affaires

Le chiffre d'affaires de HN est en baisse de c.(16)% sur FY20E – FY22E sous l'effet principale d'une baisse généralisée des produits vidéos et d'une baisse ponctuelle en FY21 sur les produits *broadband* :

- La baisse des revenus sur les produits *broadband* en FY21E s'explique principalement par un effet volume en lien avec (i) les ruptures d'approvisionnement ayant affecté l'ensemble des fabricants du marché dans le contexte de la pandémie de Covid-19 et (ii) des pertes de marché de la division.
- La baisse des revenus en FY21E et en FY22E sur les produits vidéos résulte principalement du *cord-cutting*, tendance de fonds qui affecte particulièrement les marchés nord-américains et engendre depuis plusieurs années une baisse continue de la demande sur les décodeurs vidéos.

EBITDA et EBIT

L'EBITDA ajusté s'établit à 1,9% du chiffre d'affaires en FY22E, en diminution de c. (6,5)pp vs. FY20A (8,3% du CA). Cette dégradation de la rentabilité de HN s'explique par deux effets :

- La baisse du chiffre d'affaires sur la période à l'origine d'un effet ciseau négatif en raison des coûts fixes de la division ;
- Un effet mix-produit en raison d'une diminution de la part de produits à plus forte marge dans les revenus de la division.

Les éléments de passage entre l'EBITDA et l'EBIT sont principalement composés des dépréciations d'actifs intangibles.

9.2 PERFORMANCES FINANCIERES FY23

Les performances financières 2023 présentées ci-dessous sont issues des comptes reportés par CommScope dans ses communications investisseurs.

H1 FY23E - Home Networks en mUSD	H1 FY22E	H1 FY23E	CAGR 22-23
Chiffre d'affaires	920	667	(28%)
EBITDA reporté management	36	(6)	(117%)
KPIs			
Var CA YoY (%)	n.a.	(27,50%)	
EBITDA reporté (%CA)	3,93%	(0,94%)	

Source: CommScope Press release

Sur le 1^{er} semestre FY23E, le chiffre d'affaires HN est en diminution de (28)% vs. H1 FY22E en raison du déclin général du marché mondial des produits *broadband* consécutif aux stocks accumulés depuis 2020, et impactant l'ensemble des acteurs de la filière.

L'EBITDA H1 FY23E reporté par le Management est présenté à (6)mUSD, dégradé par la baisse du chiffre d'affaires.

Les performances financières sur le troisième trimestre 2023 communiquées par CommScope présentent un EBITDA à 3mUSD et un chiffre d'affaires en ligne avec la tendance observée sur le 1^{er} semestre.

Q3 FY23E - Home Networks en mUSD	Q3 FY22E	Q3 FY23E	CAGR 22-23
Chiffre d'affaires	391	249	(36%)
EBITDA reporté management	(5)	3	(158%)
KPIs			
Var CA YoY (%)	n.a.	(36,28%)	
EBITDA reporté (%CA)	(1,35%)	1,24%	

Source: CommScope Press release

9.3 ELEMENTS DE BESOIN DE FONDS DE ROULEMENT

BFR Carved-out - Périmètre Home Networks en \$m	Q4 FY21	Q1 FY22	Q2 FY22	Q3 FY22	Q4 FY22	Q1 FY23	Q2 FY23
Créances clients	303	307	298	248	298		263
Créances fournisseurs	63	54	49	119	29		10
Stocks [excl. stock non-acquis]	120	131	131	134	166		149
Actifs d'exploit. courants	487	492	478	501	493		422
Dettes fournisseurs	(434)	(445)	(397)	(313)	(325)		(296)
Dettes de redevances	(25)	(30)	(30)	(22)	(20)		n.a.
Dettes de garanties	(30)	(28)	(24)	(22)	(21)		n.a.
Dettes de sous-traitance	(7)	(9)	(13)	(16)	(13)		(11)
Dettes d'exploit. courantes	(497)	(511)	(463)	(372)	(380)		(307)
BFRE	(10)	(20)	15	129	114		116
Autres actifs courants (non-alloc.)	49	45	49	71	39		23
Actifs d'exploit. non-courants	49	45	49	71	39		23
Autres dettes courantes (non-alloc.)	(70)	(68)	(77)	(136)	(143)		(157)
Dettes d'exploit. Non-courantes	(70)	(68)	(77)	(136)	(143)		(157)
BFRHE	(21)	(23)	(28)	(64)	(104)		(134)
BFR	(31)	(42)	(13)	65	10		(18)

Source: HN carved-out NWC / PwC & 8A FDD reports / RSM Analysis

KPIs							
CA trimestriel	477	496	424	391	392	334	334
CA LTM	1 849	1 844	1 811	1 788	1 703	1 541	1 451
BFR en jours de CA	6	8	3	13	2	-	5
BFR en % du CA LTM							
BFR Carved-out	(1,7%)	(2,3%)	(0,7%)	3,6%	0,6%	n.a.	(1,3%)

En conditions normatives (incluant les 150mUSD de stocks), le périmètre HN détourné présente une position structurelle de besoin de fonds de roulement, établie jusqu'à fin juin-23 de 20 à 40 jours de chiffre d'affaires en fin de période.

Après exclusion des stocks non-acquis, le BFR d'exploitation s'établit jusqu'à fin juin-23 entre 2 et 13 jours de CA, et se stabilise sur la période Q3 FY22 à Q2 FY23, entre (1)% et (4)% du chiffre d'affaires généré sur les LTM glissants. Nous remarquons une hausse des stocks exprimés en poids du chiffre d'affaires sur la période observée (6,5% du CA LTM au 31 déc.-21 à 10,3% du CA LTM au 30 juin-23). Cette hausse s'explique par les mêmes tendances que celles observées dans les comptes de Vantiva, i.e. dans le contexte des difficultés d'approvisionnement et d'écoulement des produits sur les marchés Euroasiatiques.

Les autres éléments de BFR d'exploitation restent stables, avec des créances clients oscillant entre 16% et 18% du CA LTM, et des dettes fournisseurs représentant en moyenne 20% du chiffre d'affaires LTM sur les périodes observées.

10 ANALYSES SWOT

10.1 ANALYSE SWOT DES DIVISIONS CH ET HN

Marché Broadband et solutions vidéo	Opportunités	Menaces
	<ul style="list-style-type: none"> Le marché adressé est en croissance au niveau mondial sous l'effet de la hausse constante du nombre d'utilisateurs d'internet dans le monde. Les marchés LATAM et APAC sont en croissance de 6% à 10% à moyen terme portés par le développement de leurs économies. Les besoins de connectivités HD à domicile sont en augmentation en raison du télétravail et de la multiplication des objets connectés. L'évolution régulière des technologies et des normes utilisées pour le transfert des signaux permet aux fabricant de se positionner sur des « nouveaux » marchés avec de forts potentiels de croissance tels que : (i) Fixed Wireless (USA notamment) (ii) fibre (déploiement initié dans de nombreux pays). Le renouvellement régulier des terminaux connectés, en lien avec le changement d'opérateur par les abonnés (en moyenne tous les 3 ans), garanti un niveau de revenus acquis à long terme. Fortes barrières à l'entrée du fait du besoin de connaissance client limitant le risque de nouveaux entrants 	<ul style="list-style-type: none"> Les marchés EMEA (surtout Europe) et NAM ont atteint un niveau d'équipement significatif à l'origine d'une croissance atone de la demande de produits <i>broadband</i> à moyen terme. Le positionnement d'un fabricant sur une technologie inadaptée, ou dépassée, peut générer des pertes de parts de marché significatives. Le management de Vantiva entrevoit une stabilité dans les progrès technologiques de nature à limiter la contribution de l'innovation dans la future croissance du marché. Le développement des <i>smart TV</i> et du <i>cord cutting</i> réduit significativement la demande de solutions vidéo. Les fabricants européens et nord-américains subissent la concurrence intensive des fabricants asiatiques de nature à impacter leurs rendements. Les fabricants sont exposés à la volatilité des prix sur les composants utilisés et à la pénurie de ces mêmes composants (notamment depuis la pandémie de Covid-19), de nature à contraindre leurs livraisons et leurs marges.
Home Networks	Forces	Faiblesses
	<ul style="list-style-type: none"> HN est le troisième plus important acteur international du <i>broadband</i> et des décodeurs vidéos. HN dispose d'une expertise reconnue en innovation et se positionne sur les dernières technologies. La division détient des relations étroites avec de nombreux opérateurs et <i>telcos</i> d'Amérique du Nord 	<ul style="list-style-type: none"> La division a perdu des parts de marché significatives depuis plusieurs années, en raison de son exposition aux <i>set-top box</i>. HN est exposé aux marchés européens et NAM, ralentis, et faiblement implantée en APAC qui constitue l'une des zones économiques les plus dynamique sur le marché <i>broadband</i>.
Connected Home	Forces	Faiblesses
	<ul style="list-style-type: none"> Vantiva via CH est le deuxième plus important acteur international du <i>broadband</i> et des décodeurs vidéos. Le Groupe est l'héritier d'une marque internationale forte lui permettant de se positionner dans toutes les zones économiques du monde, en ce compris l'APAC. CH bénéficie d'une relation étroite auprès des câblo-opérateurs lui octroyant une position de leader sur DOCSIS. CH est en mesure de se positionner sur les technologies clés fibre et 5G FWA. Vantiva dispose d'une maîtrise reconnue de sa <i>supply chain</i> et de ses relations clients lui permettant notamment (i) d'être réactif sur les délais et volumes de livraisons par une forte anticipation des besoins clients et (ii) de maîtriser ses coûts de production par les liens étroits tissés avec ses principaux fournisseurs et fabricants. 	<ul style="list-style-type: none"> Le Groupe ne s'est pas imposé en tant que premier entrant sur les technologies fibres (place occupée par Sagemcom) Vantiva est exposé sur les marchés européens et NAM pour lesquels la croissance est ralentie en raison du taux d'équipement des utilisateurs en HD.

10.2 ANALYSE SWOT DE LA DIVISION SCS DE VANTIVA

Marché / Support DVD	Opportunités	Menaces
	<ul style="list-style-type: none">Le marché de l'approvisionnement et de gestion de la supply chain est en croissance sous l'effet de la hausse des échanges commerciaux et du commerce en ligne.Le marché des vinyles est en vive reprise depuis quelques années.Très faible intensité concurrentielle sur les activités supports physiques.	<ul style="list-style-type: none">Le marché des supports physiques est en diminution sous l'effet de la consommation de médias en ligne / du développement des supports digitaux.Intensité concurrentiel IoT potentiellement importante.
Supply Chain Solutions	Forces	Faiblesses
	<ul style="list-style-type: none">SCS se positionne comme le leader international de la réplique de support physique pour laquelle il se place devant des grands groupes comme Sony.Vantiva dispose de relations contractuelles privilégiées avec les donneurs d'ordre de l'<i>entertainment</i> lui permettant de sécuriser ses parts de marché dans un marché décroissant.L'activité tire profit de la reprise du marché des vinyles.Le groupe a initié un plan de diversification en capitalisant sur son savoir-faire en supply chain.	<ul style="list-style-type: none">L'activité principale de SCS est sur un marché déclinant.

11 EVALUATION DE HOME NETWORKS

Nous avons mis en œuvre une approche d'évaluation multicritère sur la division HN dont nous exposons ci-après les caractéristiques et les hypothèses structurantes en présentant successivement :

- Les données structurantes de l'évaluation ;
- Les méthodes d'évaluation écartées ;
- Les méthodes d'évaluation retenues ;
- La synthèse de la valeur de la division HN.

11.1 DONNEES STRUCTURANTES DE L'EVALUATION

Référentiel comptable

CommScope établit ses comptes consolidés selon le référentiel des normes comptables américaines (*US GAAP*).

Les comptes consolidés et comptes annuels de CommScope clôturent au 31 décembre de chaque année calendaire. Les derniers comptes consolidés certifiés par les commissaires aux comptes concernent le dernier exercice clos au 31 décembre 2022.

Nos travaux d'évaluation se sont fondés sur des comptes de résultats FY20, FY21, FY22 et YTD23 (au 30 Juin 2023) détournés par le management de CommScope, assisté par un cabinet de conseil dans le cadre de *due diligences financières* pour les besoins du *carve-out*. Comme précisé précédemment dans le Rapport, la division HN a fait l'objet d'une réorganisation par CommScope en 2022 alors que les activités de cette division n'étaient pas clairement identifiées antérieurement dans les états financiers consolidés du groupe, depuis l'acquisition d'Arris par CommScope.

Le management de Vantiva et de CommScope nous a également communiqué le bilan détourné de l'activité HN au 30 Juin 2023, ajusté par le management de Vantiva selon les normes IFRS.

Date d'évaluation

HN est évalué au 31 décembre 2023.

Les comptes de résultats détournés et la situation semestrielle de HN au 30 juin 2023 servent de référence aux données financières historiques utilisées pour l'évaluation de HN. L'atterrissage du BFR au 30-juin 2023 sert de date de référence en ce qui concerne l'estimation des variations de BFR prévisionnelles.

Les calculs des taux d'actualisation ont été arrêtés au 4 octobre 2023.

Prévisions financières

Les prévisions financières utilisées sont celles qui nous ont été communiquées par le conseil d'Angelin & Co.

Pour répondre à la mission qui nous a été confiée, nous avons travaillé à partir de prévisions financières *standalone* i.e. ne tenant pas compte des effets de l'intégration du périmètre HN dans Vantiva, ni d'une quote-part quelconque des synergies dont pourrait bénéficier HN par son intégration dans le Groupe.

Taux de change

Les comptes de CommScope et du périmètre Home Networks sont préparés en Dollars Américains. Dans ce contexte, nous avons opté pour une évaluation dans la même devise. Nous avons ensuite converti en Euros les valeurs calculées en Dollars Américains pour formuler notre opinion sur le prix d'acquisition de HN, lui-même exprimé en euros.

Le taux de change appliqué dans la conversion est un taux de change EUR/USD spot au 6 novembre 2023, de 1.07 (*source : Refinitiv Eikon*).

Position de trésorerie (dette) financière nette

La transaction est réalisée sur une base *debt free / cash free*. Nous avons cependant tenu compte dans nos travaux d'éléments venant impacter la valeur d'entreprise dont les encaissements ou les décaissements ne sont pas intégrés dans l'EBITDA (ou dans les flux de trésorerie futurs).

Il s'agit principalement, selon les méthodes utilisées, (i) des provisions pour risques reconnues au bilan du 30 Juin 2023, (ii) des dettes de loyers IFRS16 et (iii) de décaissements prévus dans les flux de trésorerie (au titre d'investissements de réorganisation et d'intéressement des collaborateurs). Le détail des retraitements par méthode d'évaluation est précisé dans la mise en œuvre des méthodes.

11.2 METHODES D'EVALUATION ECARTEES

Les méthodes d'évaluation suivantes ont été écartées par nos soins pour évaluer HN :

Approche patrimoniale par l'actif net réévalué (« ANR »)

Cette méthode consiste à estimer la valeur en se fondant sur une position d'actif net corrigé de la réévaluation individuelle des actifs et passifs identifiables au bilan et porteurs de plus-value ou de moins-value latente.

Cette méthode est particulièrement adaptée pour évaluer les sociétés détentrices d'actifs ou de passifs disposant de valeurs reconnues sur le marché ou pouvant être valorisés indépendamment (tel que les sociétés foncières détentrices de biens immobiliers, ou les sociétés holding détenant des participations dans diverses activités et divers actifs au bilan).

Cette méthode n'a pas été retenue étant considéré que l'ensemble des actifs détenus sont affectés à l'exploitation de HN et que leur valeur est directement intégrée dans les méthodes d'évaluation que nous avons sélectionnées, et présentées infra.

Référence à l'actif net comptable

Cette méthode consiste à estimer la valeur des fonds propres d'une entreprise en se fondant sur une situation d'actif net.

L'actif net comptable ne constitue pas un critère usuel d'évaluation notamment parce qu'il ne prend pas en compte le niveau de rentabilité ou de perte future.

Approche intrinsèque par les flux de dividendes futurs actualisés (ou Discounted Dividend Model – DDM)

Cette méthode consiste à estimer la valeur de la division à partir de la valeur actualisée des projections de dividendes distribuables.

Cette méthode se fonde notamment sur la politique de distribution de dividendes de la cible évaluée.

Cette méthode n'a pas été retenue considérant que nos travaux se fondent sur une division détournée de CommScope, pour laquelle la définition d'une politique de dividende théorique n'est pas pertinente.

Approche analogique par la méthode des multiples de transactions comparables

Cette méthode consiste à estimer la valeur de la division à partir des multiples de valorisation observés sur des sociétés comparables ayant été acquises récemment et pour lesquelles les données financières de l'opération ont été publiées.

Cette méthode n'a pas été retenue en raison (i) du manque d'information communiqué sur les modalités financières entourant les transactions identifiées et (ii) du contexte dans lequel elles sont intervenues.

Nous avons identifié les trois transactions suivantes sur des cibles jugées *pure players* par rapport à HN :

Sagemcom Group – juillet 2023 : transfert des participations Sagemcom Group détenues par Charterhouse Capital Partners LLP dans un nouveau fonds de continuation au travers d'un nouveau pool de *Limited Partners* en juillet 2023.

Sagemcom Group est un groupe intervenant sur des offres et des marchés parfaitement comparables à l'activité HN et à l'activité CH de Vantiva. Il constitue l'un des *pure players* présentés dans le Rapport et le leader mondial.

D'après les informations communiquées dans la presse, cette transaction aurait été réalisée sur une base de c. 1mds€¹⁹.

Nous avons exclu cette référence pour les raisons suivantes :

- Le prix communiqué est approximatif ;
- Les modalités financières de cette opération (notamment la dette financière nette retenue) n'ont pas été communiquées, de sorte que l'estimation d'une valeur d'entreprise fiable n'est pas possible ;
- Sagemcom ne publie pas ses états financiers, de sorte que l'estimation de multiples de valorisation implicite fiables n'est pas possible.

Sagemcom Group – avril 2019 : réorganisation de SagemCom Group et entrée de co-investisseurs.

D'après les informations que nous avons répertoriées²⁰, cette opération a porté sur une part minoritaire du capital (28,1%), sur une base de valeur de SagemCom à 100% de c. 700m€ et d'une valeur d'entreprise estimée à 823m€. Les multiples implicites estimés sur cette opération ressortiraient à 4,9x l'EBITDA 2018 du Groupe et 8x l'EBITDA 2019 du Groupe.

Nous avons exclu cette référence pour les raisons suivantes :

- Les modalités financières de cette opération ne sont pas pleinement confirmées par Epsilon Research;
- Les multiples d'EBITDA implicites calculés sont très disparates ;
- SagemCom se trouvait en 2019 en pleine ascension fort de son succès sur le marché de la fibre en Europe et dans d'autres zones économiques mondiales, avec des performances financières et des prévisions financières ayant servi de négociation au prix de cette transaction potentiellement non comparables à celles de HN aujourd'hui.

Cisco Connected Device – 2015 : acquisition de Cisco Connected Device par Vantiva.

Cette activité est aujourd'hui pleinement intégrée dans la division CH de Vantiva.

D'après les informations communiquées par le management de Vantiva, la division Cisco Connected Device a été acquise par Vantiva sur la base d'une valeur d'entreprise de 522mUSD et d'un multiple implicite compris entre 7x et 9x l'EBITDA 2016 ou 2017 du périmètre.

Nous avons exclu cette référence considérant que cette transaction est intervenue alors que Vantiva cherchait à acquérir des parts de marché en Amérique du Nord et en Asie Pacifique pour accroître son expansion internationale sur la division CH. Le prix ainsi payé par Vantiva s'inscrivait donc dans un contexte particulier et était susceptible d'intégrer des synergies et des attentes de rendement significatives sur ces marchés, qui ne nous permettent pas de nous appuyer sur les multiples induits, potentiellement surestimés dans le cadre de notre application *standalone*.

Nous n'avons pas identifié d'autre transaction pertinente sur des pure players de l'activité HN.

¹⁹ Source : Epsilon Research

²⁰ Source : Epsilon Research

Référence au cours de bourse

La référence au cours de bourse consiste à estimer la valeur d'une société à partir des cours de l'action observables sur des périodes définies.

CommScope exploite 5 divisions opérationnelles et l'activité HN représente c. 18% du chiffre d'affaires consolidé de CommScope, de sorte que le cours de bourse du groupe n'est pas représentatif de la valeur de HN.

11.3 METHODES D'EVALUATION RETENUES

Pour estimer la valeur de HN, nous avons mis en œuvre les méthodes suivantes :

- A titre principal, la méthode de l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie ou « *Discounted Cash Flows* » (DCF) ;
- A titre de recoupement, une approche d'évaluation analogique par multiples d'EBITDA, déduits à partir d'un panel de sociétés cotées comparables.

Les paramètres propres à chacune de ces méthodes sont présentés dans les sections spécifiques ci-dessous.

11.3.1 Évaluation de Home Networks par la méthode DCF

11.3.1.1 Présentation de la méthodologie

Cette méthode consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'une entreprise par l'actualisation des flux financiers issus de son plan d'affaires à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité du marché vis-à-vis de l'entreprise.

Dans le contexte d'une évaluation avec continuité de l'exploitation de la société pour une durée indéfinie, le calcul de la valeur terminale, calculée au-delà de la période explicite du plan de prévisions, repose sur l'estimation d'un flux de trésorerie libre normatif, et d'un taux de croissance à long-terme (TCI, taux de croissance à l'infini).

Nos travaux se sont fondés sur les prévisions de *free cash flows* calculés à partir de FY24F sur la base du plan d'affaires.

11.3.1.2 Présentation des hypothèses clés du plan d'affaires prévisionnel du périmètre Home Networks

Le plan d'affaires *standalone* qui nous a été communiqué par d'Angelin & Co. a été préparé sur la période FY23F-FY27F, incluant les paramètres et hypothèses clés présentés ci-après.

Paramètres du management

Le chiffre d'affaires prévisionnel est projeté en baisse moyenne annuelle de (8)% entre FY23F et FY27F, principalement générée par une baisse projetée en FY23F et une stabilisation sur FY25F – FY27F.

Ces prévisions sont cohérentes avec (i) les prévisions du marché des produits *broadband* et vidéos, pour lesquelles nous avons recensé des taux de croissance annuels moyens 2020 – 2025 compris entre (1)% et 2% respectivement en EMEA et North America (Cf. Section 6) et avec (ii) la tendance historique du chiffre d'affaires de HN, impacté par (i) des pertes de parts de marché (en raison notamment de la concurrence de Vantiva sur les technologies DOCSIS) et (ii) de la perte de revenus sur les produits set-top box.

Plus spécifiquement, la baisse de chiffre d'affaires projetée en FY23F doit s'apprécier au regard des stocks écoulés par les fabricants du marché depuis la pandémie de Covid-19, dans un contexte de hausse des besoins des utilisateurs et, concomitamment, de retards de livraisons jusqu'en 2022 en raison de la pénurie de composants. Cette tendance est confirmée par les résultats communiqués par le groupe CommScope.

La marge d'EBITDA normative projetée à partir de FY25F ressort légèrement supérieure à la marge d'EBITDA du périmètre HN sur FY22E mais inférieure aux niveaux de marge d'EBITDA FY20E et FY21E.

Le plan d'investissements (CAPEX) du périmètre Home Networks prévoit des investissements stables, représentant en moyenne (0,75)% du chiffre d'affaires, étant précisé qu'historiquement une part significative des investissements de HN est reconnue directement dans les charges d'exploitation (certains frais de recherche et développement n'ayant pas été capitalisés).

Le plan d'affaires tient compte par ailleurs :

- d'un plan de *restructuring* interne, non lié à la transaction, représentant approximativement (1,8)% du chiffre d'affaires annuel sur les trois premières années de la période explicite du plan d'affaires (FY23F-FY25F) ;
- Des décaissements au titre des indemnités de départ à la retraite représentant approximativement (0,9)% du chiffre d'affaires annuel sur l'horizon explicite du BP ;
- D'un plan de rémunération représentant approximativement (0.2)% du chiffre d'affaires annuel de l'horizon explicite du BP.

Paramètres RSM

Les flux de trésorerie prévisionnels tiennent compte :

- D'une variation de BFR estimée à partir d'un niveau de BFR normatif sur l'horizon explicite du BP déterminé à partir du niveau de BFR détourné au 30 juin 2023, en pourcentage du chiffre d'affaires généré sur les douze derniers mois glissants (un taux de (1.25)% du chiffre d'affaires, cohérent avec les niveaux de BFR trimestriels observés depuis Q4 FY21). Ce taux normatif projette une variation de BFR négative et quasi-nulle sur la première année valorisée du BP (FY24), représentant approximativement (0.1)% du chiffre d'affaires total sur l'année. Nous précisons que ce niveau de BFR a fait l'objet d'un retraitement de normativité par les parties le cadre de l'Acquisition, les conduisant à exclure du périmètre HN acquis 150m\$ de stocks de composants.
- D'un IS calculé à partir d'un EBIT taxé à un taux USA de 22,98% calculé comme présenté ci-après :

Taux d'impôt - Caroline du Nord	2023
IS Fédéral	21,00%
North Carolina State Corporate Income Tax	2,50%
Reduced Federal CIT (Impôt Fédéral réduit de l'Impôt Etatique)	20,48%
Taxe BEAT (n.a.)	0,00%
North Carolina State Corporate Income Tax	2,50%
Taux d'Impôt US - RSM	22,98%

Source: Taxfoundation.org / Bloomberg Tax / Analyses RSM

- D'une valeur terminale estimée par l'application de la formule de Gordon-Shapiro. Le flux normatif a été déterminé à partir des hypothèses et paramètres suivants :
 - o Un taux de croissance à l'infini de 1%, symptomatique de la perte de dynamique et de la saturation du secteur, mais intégrant néanmoins l'impact au long-terme des taux d'inflation sur les coûts d'approvisionnement et sur les prix de ventes ; le taux de croissance à l'infini est appliqué sur le chiffre d'affaires FY27F (en fin de la période explicite du plan d'affaires) ;
 - o Une marge d'EBITDA normative égale à celle projetée en fin de période explicite ;
 - o Le niveau de CAPEX et D&A est égal, avec un CAPEX au niveau FY27F impacté du TCI ;
 - o Le niveau d'IDR et le plan de rémunération sont calculés à partir des mêmes hypothèses que celles retenues sur la période explicite du plan d'affaires ;
 - o La variation de BFR est quasiment nulle, impactée uniquement par le TCI.

11.3.1.3 Présentation du taux d'actualisation

Le taux d'actualisation utilisé pour l'évaluation du périmètre Home Networks a été calculé à 12,34%. Il est calculé selon le coût moyen pondéré du capital (ou WACC pour Weighted Average Cost of Capital) sur la base de conditions économiques américaines et ajusté (i) d'une prime de risque pays, calculée à partir des primes de risques des zones économiques dans lesquelles HN exerce son activité, pondérées par le poids du chiffre d'affaires dans chaque zone, et (ii) du différentiel d'inflation dans les zones économiques d'activités.

Le détail du calcul du WACC est présenté ci-après

Taux d'actualisation - WACC - Périmètre HN		4-oct.-23
Coût du capital		
Taux sans risque		5,46%
Beta (désendetté)		0,94
Gearing de marché		17,85%
Beta (réendetté)		1,07
Prime de risque marché		4,19%
Coût du capital		9,95%
Prime de risque pays		1,85%
Coût du capital ajusté		11,80%
Coût de la dette		
Taux d'intérêt institutionnel		5,33%
Spread de défaut		7,71%
Taux d'impôt		22,98%
Coût de la dette ajusté		10,04%
Poids de la dette		15,15%
Poids des fonds propres		84,85%
Ajustement d'inflation		0,81%
WACC		12,34%

Source : Refinitiv Eikon / FRBNY / IMF / Damodaran / Analyses RSM

Les paramètres clés du calcul du WACC du périmètre HN sont les suivants :

- Le taux sans risque correspond au taux moyen sur un an des obligations du Trésor Américain d'une maturité de 12 mois ;
- Le bêta du secteur est le bêta sur 5 ans désendetté médian calculé à partir d'un panel de sociétés cotées comparables, présenté ci-dessous ;
- Le gearing appliqué au calcul du coût du capital correspond à un gearing de marché issu d'un panel de sociétés cotées comparables, présenté ci-dessous ;

Echantillon beta	Pure player	Beta	
		désendetté	Gearing
Pure players			
Arcadyan Technology Corp	✓	1,04	0,00%
Sercomm Corp	✓	0,77	7,22%
Skyworth Group Ltd	✓	0,79	28,48%
Humax Co Ltd	✓	0,85	65,54%
Hitron	✓	1,19	0,00%
Kaon Group Co Ltd	✓	1,03	34,96%
Multi-sectoral companies			
Telefonaktiebolaget LM Ericsson		0,77	0,00%
Nokia Oyj		1,14	0,00%
Dinglong Culture Co Ltd		0,81	0,09%
Comba Telecom Systems Holdings Ltd		0,94	1,70%
Cisco Systems Inc		0,69	0,00%
Wistron NeWep Corp		0,78	14,37%
Harmonic Inc.		0,72	20,08%
ZTE		0,68	4,93%
Dasan Networks		1,14	20,57%
Pure players			
Médiane		0,94	17,85%
Moyenne		0,94	22,70%
Multi-sectoral companies			
Médiane		0,78	1,70%
Moyenne		0,85	6,86%

Source: Refinitiv Eikon / Analyses RSM

Le panel de sociétés constitué pour estimer le beta désendetté et le gearing de marché comprend (i) les *pure players*, et (ii) à titre indicatif des conglomérats équipementiers sur le secteur télécom. Le beta retenu à 0.94 pour HN correspond au beta médian des *pure players* qui ressort légèrement supérieur aux betas observables pour les équipementiers en cohérence avec un plus grand portefeuille d'activités sur ces derniers.

- La prime de risque de marché correspond à une moyenne des prévisions sur un an de la prime de risque sur le marché américain ;
- La prime de risque pays correspond à une moyenne du spread de défaut de crédit pondérée par le chiffre d'affaires de HN sur chaque zone économique de HN. Le calcul de la prime de risque pays est présenté ci-dessous ;

Prime de risque pays - Home Networks	CA FY22	% du CA	PRP
	en m€	Total	
Zones économiques génératrices de CA			
EMEA	392	25,26%	3,60%
Rest of Americas	181	11,68%	7,10%
Asia	72	4,64%	2,30%
Canada	239	15,43%	0,00%
USA	667	43,00%	0,00%
Prime de risque pays pondérée	1 552	100,00%	1,85%

Source: Damodaran / Rapport Annuel FY22 CommScope / RSM Analysis

- Le coût de la dette est calculé à partir du taux d'intérêt du Federal Funds Rate, majoré du spread de défaut sur des obligations de sociétés notées B (note Moody's, représentative des perspectives d'endettements intrinsèques) ;
- La structure de financement est issue des niveaux d'endettements de marché, à partir du gearing de marché observé sur le panel de sociétés comparables ;
- L'ajustement d'inflation est calculé à partir du différentiel de prévisions d'inflation du FMI à horizon 2028 (long-terme), entre les zones économiques génératrice de chiffre d'affaires du périmètre Home Networks. Le calcul de l'ajustement d'inflation est présenté ci-dessous.

Ajustement d'inflation - Home networks	CA FY22 en m€	% du CA Total	Spread Infl. 2028
Zones économiques génératrices de CA			
EMEA	392	25,26%	1,23%
Rest of Americas	181	11,68%	4,20%
Asia	72	4,64%	0,55%
Canada	239	15,43%	(0,10%)
USA	667	43,00%	0,00%
Ajustement d'inflation pondéré	1 552	100,00%	0,81%

Source: Prévisions d'inflation FMI / Rapport Annuel FY22 CommScope / RSM Analysis

Sur la base d'une pondération par la structure de financement de marché, le WACC du périmètre Home Networks de CommScope ressort ainsi à 12,34%.

11.3.1.4 Synthèse des valeurs obtenues par la méthode DCF

La valeur centrale de l'évaluation par DCF du périmètre HN ressort à 92mUSD, et 86m€ après conversion au taux de change de 1,07.

La valeur centrale a été sensibilisée à partir des paramètres structurants de l'évaluation par DCF : le taux d'actualisation (WACC ou taux de rendement attendu sur le secteur de la cible par les fournisseurs de ressources de financement), et le taux de croissance à l'infini.

L'évaluation par DCF est basée sur un taux d'actualisation de 12,34% et un TCI de 1%. Afin d'obtenir une sensibilité du modèle, les valeurs ont été estimées à partir d'une variation à la hausse ou à la baisse hypothétique de ces paramètres de $\pm 0,5\%$.

Cette approche de sensibilisation aboutit à une fourchette haute de 103mUSD et basse de 84mUSD, ou 96m€ et 78m€ après conversion de devise :

Synthèse des paramètres variables à la fourchette d'évaluation	
WACC	12,34%
TCI	1,00%

Test de sensibilité - Home Networks - WACC Aug./(Dim.) TCI Aug./(Dim.) en mUSD									
TCI Aug./(Dim.)	WACC Aug./(Dim.)								
	(2,0%)	(1,5%)	(1,0%)	(0,5%)	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
(2,0%)	95	90	85	81	77	74	70	67	64
(1,5%)	100	94	89	85	81	77	73	70	67
(1,0%)	105	99	94	89	84	80	76	73	69
(0,5%)	111	104	98	93	88	84	80	76	72
0,0%	117	110	104	98	92	88	83	79	75
0,5%	124	116	109	103	97	92	87	83	78
1,0%	132	123	116	109	102	96	91	86	82
1,5%	141	131	123	115	108	101	96	91	86
2,0%	151	140	130	122	114	107	101	95	90

Source: RSM Analysis

Test de sensibilité - Home Networks - WACC Aug./(Dim.) TCI Aug./(Dim.) en m€									
TCI Aug./(Dim.)	WACC Aug./(Dim.)								
	(2,0%)	(1,5%)	(1,0%)	(0,5%)	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%
(2,0%)	88	84	79	76	72	69	65	63	60
(1,5%)	93	88	83	79	75	71	68	65	62
(1,0%)	98	92	87	83	78	75	71	68	65
(0,5%)	103	97	92	87	82	78	74	71	67
0,0%	109	102	96	91	86	82	77	74	70
0,5%	116	108	102	96	90	85	81	77	73
1,0%	123	115	108	101	95	90	85	80	76
1,5%	132	122	114	107	100	95	89	84	80
2,0%	141	131	122	113	106	100	94	89	84

Source: RSM Analysis

11.3.2 Evaluation de HN par la méthode des multiples de sociétés cotées

11.3.2.1 Présentation de la méthodologie

A titre de recoupement, nous avons mise en œuvre une approche d'évaluation analogique par la méthode des multiples de sociétés cotées.

Pour l'application de la méthode nous avons mobilisé les multiples d'EBITDA observés sur un panel de comparables boursiers. L'application ces multiples à un EBITDA de référence de HN permet d'obtenir une valeur d'entreprise.

Nous avons également tenu compte dans nos travaux d'éléments venant impacter la valeur d'entreprise dont les décaissements ou les charges ne sont pas intégrés dans l'EBITDA.

11.3.2.2 Modalités de calcul des multiples d'EBITDA

Il n'existe pas, à notre connaissance, de sociétés cotées parfaitement comparables à l'activité HN, réunissant des caractéristiques strictement identiques en termes de répartition d'activités et de zones d'implantation.

Les principaux acteurs cotés recensés sont implantés en Asie. Si ces acteurs constituent des concurrents directs de HN sur ses marchés à l'international, leur marché premier est porté par une dynamique distincte de la dynamique internationale. En outre la division HN de CommScope constitue l'un des leaders du marché contrairement à ces acteurs de taille et de rayonnements plus réduits.

Pour ces raisons, cette méthode a été mise en œuvre à titre strictement corroboratif.

Le multiple d'EBITDA a été déterminé à partir des multiples déterminés pour chacune des sociétés suivantes (ces sociétés font l'objet d'une description en Section 6.4 du Rapport et en [Annexe 4](#)) : Arcadyan Technology Corp, Sercomm Corp, et Hitron Technologies Inc.

Les entreprises composant le panel ont été sélectionnées sur la base de la nature de leur activité i.e. strictement comparable à l'activité HN.

Nous nous sommes référés pour le calcul des multiples d'EBITDA de chacune des sociétés comparables :

- A la valeur d'entreprise déterminée à partir de la capitalisation boursière en fin d'année fiscale (FY22A pour le bas d'intervalle, FY23F pour le haut d'intervalle) (source : *Refinitiv*)
- A l'EBITDA réalisé ou prévisionnel (moyenne de prédictions d'analystes institutionnels) pour chaque année fiscale (FY22A pour le bas d'intervalle, FY23F pour le haut d'intervalle) (source : *Refinitiv*).

Les sociétés composant le panel établissent leurs comptes en norme IFRS mais n'ont pas encore adopté la norme IFRS 16. Les multiples ainsi retenus ont été appliqués à l'EBITDA HN qui intègre déjà les charges de loyer.

Le panel composé abouti à un multiple médian FY22A de 5.9x l'EBITDA, et FY23F de 7.3x l'EBITDA :

Public Companies (in m€)			Sales revenue	EBITDA Margin %	Market cap	EV/EBITDA		
Company	Ticker	Country				FY22	FY23	
Arcadyan	3596.TW	Taiwan	1,507	6.22%	1,055	5.9x	8.0x	
Hitron	2419.TW	Taiwan	393	8.70%	269	7.1x	n.c.	
Sercomm	5388.TW	Taiwan	2,063	5.13%	908	5.9x	6.7x	
Pure players								
Mean							6.3x	7.3x
Median							5.9x	7.3x

Source: Refinitiv Eikon // Management Data // RSM Analysis

Nous avons retenu un EBITDA HN FY22E de 32mUSD, cohérent avec les niveaux d'EBITDA projetés dans le BP.

11.3.2.3 Eléments d'ajustement de la valeur d'entreprise de HN

L'évaluation tient compte de certains décaissements anticipés non valorisés dans l'EBITDA, récapitulés ci-après :

- Des provisions pour indemnités de départs à la retraite, comptabilisées au bilan détourné HN du 30 Juin 2023 ;
- Des charges au titre de l'intéressement futur des collaborateurs, estimées en actualisant les flux de décaissements prévisionnels présentés dans le plan d'affaires ;
- Prise en compte des coûts de *restructuring* anticipés dans le plan d'affaires que nous jugeons assimilables à des éléments de dettes nettes en raison de leur décaissement certain et exceptionnel. La valeur de ces coûts de restructuring correspond aux décaissements prévisionnels qu'ils vont générer actualisés au WACC du Groupe.

L'ensemble de ces éléments d'ajustement impacte la valeur d'entreprise pour (128)mUSD.

11.3.2.4 Synthèse des valeurs obtenues par la méthode des multiples de sociétés cotées.

En synthèse, la valeur de HN par la méthode des multiples de sociétés cotées ressort comprise entre 65mUSD et 110mUSD.

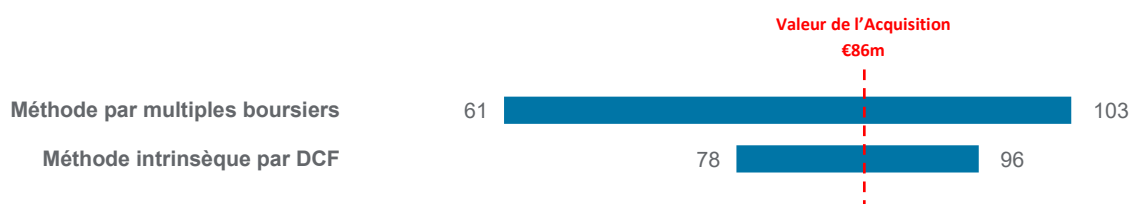
Evaluation HN - Multiple de marché en mUSD	EBITDA FY22E	
	Min	Max
EBITDA	32	32
Multiple VE/EBITDA	5,9x	7,3x
VE Home Networks	193	238
(-) Indemnités de départ à la retraite	(3)	(3)
(-) Intéressement en actions	(87)	(87)
(-) Coûts de restructuring anticipés	(37)	(37)
VE Home Networks ajustée	65	110

Source : Détournage HN / Management Valuation BP / Thomson Reuters / Analyses RSM

11.3.3 Conclusion sur la valeur de HN

La valeur de HN ressort en hypothèse centrale à 86m€ (92mUSD convertis au taux de change de 1.07) sur la base de la méthode DCF, corroborant le prix d'Acquisition de HN dans le cadre de l'opération.

Les valeurs obtenues par la méthode des comparables, utilisée à strict but corroboratif, ressortent comprises entre 61m€ et 103m€ (65mUSD et 110mUSD), légèrement inférieures à la valeur centrale calculée par nos soins.



Source : Analyses RSM

12 EVALUATION DES ACTIONS DE VANTIVA

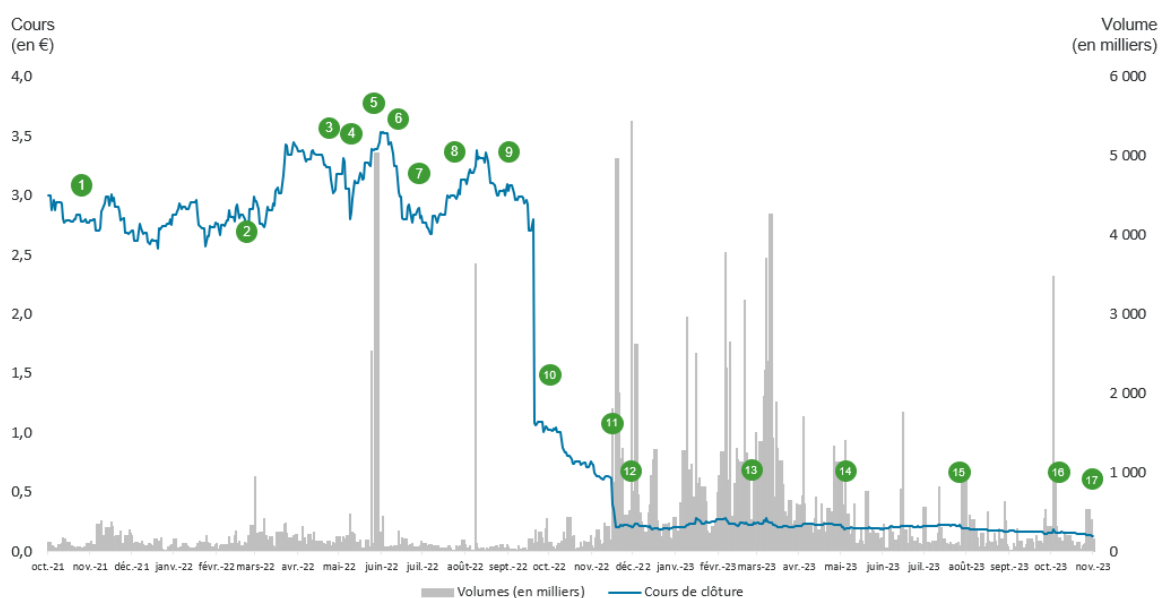
Nous avons mis en œuvre une approche d'évaluation multicritères des actions de Vantiva dont nous exposons ci-après les caractéristiques et hypothèses structurantes en présentant successivement :

- Les données structurantes de l'évaluation
- Les méthodes d'évaluation écartées
- Les méthodes d'évaluation retenues
- La synthèse de la valeur des actions de Vantiva

12.1 ANALYSE DU COURS DE BOURSE DE VANTIVA

12.1.1 Evolution du cours de bourse historique

Evolution du cours de bourse de Vantiva sur les deux dernières années



Source : Refinitiv Eikon

- 04/11/2021** : Publication des résultats du troisième trimestre 2021 : chiffre d'affaires en baisse de 4,4% à taux constants en raison de la pénurie des composants clés et EBITDA ajusté en hausse de 71,3% à taux constants.
- 24/02/2022** : Publication des résultats annuels 2021 : chiffre d'affaires en baisse de 3,6% à taux courants et EBITDA ajusté en hausse de 64,9% à taux courants, Technicolor annonce son intention d'introduire en bourse son activité de production vidéo (TCS) ainsi que les perspectives attendues et le plan de refinancement envisagé.
- 05/05/2022** : Publication des résultats du premier trimestre 2022 : chiffre d'affaires relativement stable à taux constants et en hausse de 6,6% à taux courants, EBITDA ajusté en hausse de 39,1% à taux constants et de 28,6% à taux courants. Technicolor confirme qu'il envisage la finalisation du projet de distribution de TCS de 65% au troisième trimestre 2022.
- 06/05/2022** : Assemblée générale extraordinaire : proposition d'émission d'obligations convertibles d'un montant nominal de 300 millions d'euros approuvée au cours d'une assemblée générale.

- 5 **31/05/2022** : Finalisation de la vente de l'activité Licences de Marques pour un montant numéraire de 100 millions d'euros.
- 6 **06/06/2022** : Information sur le processus de refinancement du groupe : Technicolor hors TCS envisage (i) une dette privée prenant la forme d'un « *Asset-based lending* » compris entre 300 et 375m€, (ii) un prêt à terme d'un montant compris entre 575 et 650m€ et (iii) une facilité de crédit renouvelable de 40m€. Une révision à la baisse des perspectives du 24 février 2022 est également annoncée.
- 7 **14/06/2022** : Technicolor présente l'entité TCS et Technicolor hors TCS annonce qu'il deviendra Vantiva. Confirmation des révisions annoncée le 6 juin 2022 avec un EBITDA ajusté des activités poursuivies de 140m€ en 2022 et supérieur à 140m€ en 2023.
- 8 **28/07/2022** : Publication des résultats du premier semestre 2022 : chiffre d'affaires en hausse de 8,8% à taux constants et en hausse de 18,4% à taux courants, EBITDA ajusté en hausse de 48,9% à taux courants.
- 9 **06/09/2022** : Assemblée générale extraordinaire : annonce de l'approbation de la distribution exceptionnelle de 65% du capital de TCS sous forme de dividende en nature entraînant l'admission des actions TCS sur le marché réglementé d'Euronext Paris et accord de passage de Technicolor sous la nouvelle dénomination sociale Vantiva.
- 10 **27/09/2022** : Technicolor devient officiellement Vantiva et exécution la scission de TCS.
- 11 **16/11/2022** : Annonce de la perte de valeur de l'action TCS pour (67,15)% en passant de 1,95 euro à 0,51 euro.
- 12 **01/12/2022** : Publication des résultats du troisième trimestre 2022 : chiffre d'affaires en hausse de 27,1% à taux constants et en hausse de 45% à taux courants, EBITDA ajusté en hausse de 25,5% à taux constants et en hausse de 38,9% à taux courants.
- 13 **09/03/2023** : Publication des résultats annuels 2022 : chiffre d'affaires en hausse 11,4% à taux constants et en hausse de 23,4% à taux courants, EBITDA ajusté en hausse de 3,7% à taux constants et en hausse de 14,3% à taux courants.
- 14 **27/04/2023** : Publication des résultats du premier trimestre 2023 : chiffre d'affaires en baisse de 0,6% à taux constants et en hausse de 2,5% à taux courants, contribution de CH en progression de 8,7% à taux constants et 12,1% et SCS en repli de 25,4% à taux constants et 23,3% à taux courants. Vantiva confirme sa guidance pour l'année 2023.
- 15 **28/07/2023** : Publication des résultats du premier semestre 2023 : chiffre d'affaires en baisse de 13,3% à taux constants et en baisse de 12,9% à taux courants, EBITDA ajusté en baisse de 33,3% à taux constants et en baisse de 32,4% à taux courants.
- 16 **03/10/2023** : Annonce d'un accord avec CommScope pour acquérir son activité réseaux domestiques HN contre une participation de 25% dans Vantiva.
- 17 **26/10/2023** : Publication des résultats du troisième trimestre 2023 : chiffre d'affaires en baisse de 34% à taux constants et en baisse de 38% à taux courants, contribution de CH en repli de 37% à taux constants et 42% à taux courants et SCS en repli de 22% à taux constants et 26% à taux courants.

Jusqu'à fin août 2022 la tendance du cours de l'action Vantiva est marquée par de nombreuses fluctuations. Le cours s'établissait à 2,87 € à la clôture du 3 janvier 2022 :

- Le 24 février 2022, Technicolor annonce son intention de faire entrer séparément son activité TCS à la cotation sur *Euronext Paris* ainsi qu'un plan de refinancement de la dette existante à hauteur de 300m€. Le cours de bourse est passé à 2,68 €.
- Le cours augmente significativement à la fin du mois de mai, passant à 5,33 € en date du 31 mai 2022 suivant la finalisation de la cession de l'activité Licences de Marques.

- Le mois suivant, Technicolor définit son processus de refinancement, présente la nouvelle entité TCS et annonce qu'il passera à la dénomination Vantiva. Le cours de bourse diminue significativement et linéairement à 2,68 € en date du 7 juillet 2022.
- Le cours de l'action remonte à 3,36 € le 16 août 2022, à la suite de la publication des résultats du premier semestre 2022.

Entre septembre 2022 et fin décembre 2022, le cours de l'action Vantiva a chuté de manière significative :

- Passé dans un premier temps à 1,06 € en date du 22 septembre 2022, suivant l'annonce, début septembre, de Vantiva de la distribution exceptionnelle de 65% du capital de TCS entraînant l'admission des actions TCS sur Euronext Paris.
- Le cours de l'action passe dans un second temps à 0,62 € en date du 13 novembre 2022 concomitamment au changement de dénomination de Technicolor à Vantiva le 27 septembre.
- Enfin, le cours atteint des niveaux planchers à partir du 16 novembre 2022 en passant à 0,39 € (représentant une diminution du prix d'approximativement (36)%, puis un prix de 0,20 € le 18 novembre, suite à l'annonce de la perte de valeur de TCS à hauteur de 67% le 16 novembre 2022.

Le cours de l'action Vantiva n'a pas significativement évolué jusqu'au 3^{ème} semestre de l'année 2023, date à partir de laquelle le cours a légèrement diminué, atteignant 0,15€ le 2 octobre 2023 suivant la publication des résultats sur le premier semestre de l'année 2023.

Enfin, Vantiva a annoncé le 3 octobre 2023 son intention d'acquérir l'activité réseau domestiques HN de CommScope contre une participation de 25% dans Vantiva. Suivant cette annonce, nous remarquons un pic temporaire du cours de l'action qui passe à 0,18 €, avant de redescendre vers un cours de l'action à 0,13 €.

Cours moyens pondérés par les volumes	en €/action	Volume échangé (en milliers)		% du capital	% du flottant
		Moyen	Cumulé	Volume échangé	Volume échangé
Spot (01/11/2023)	0,13	158	158	0,04%	0,05%
CMPV 1 mois	0,17	343	7 879	0,10%	0,11%
CMPV 2 mois	0,16	252	11 080	0,07%	0,08%
CMPV 3 mois	0,17	240	15 855	0,07%	0,08%
CMPV 6 mois	0,19	266	34 552	0,07%	0,09%
CMPV 12 mois	0,23	598	152 980	0,19%	0,20%
CMPV 24 mois	0,80	380	195 498	0,14%	0,14%
CMPV depuis le 26/09/22	0,24	556	156 685	0,18%	0,18%
CMPV depuis le 03/10/23	0,17	352	7 747	0,10%	0,12%

Sources : Refinitiv Eikon

Entre le 1^{er} mai 2023 et le 1^{er} novembre 2023, soit au cours des six derniers mois, le volume des actions Vantiva échangé est de 34 552 milliers d'actions, soit environ 266 milliers d'actions par jour de cotation en moyenne. Sur cette période, le volume échangé représente seulement 0,07% du capital et 0,09% du flottant.

Entre le 26 septembre 2022 et le 1^{er} novembre 2023, soit depuis l'annonce de la scission de TCS, le volume des actions Vantiva échangé est de 156 685 milliers d'actions, soit environ 556 milliers d'actions par jour de cotation. Sur cette période, le volume échangé n'est pas significatif et représente seulement 0,18% du capital et 0,18% du flottant. Cette période est marquée par plusieurs événements :

- L'annonce au 16 novembre 2022 de la perte de valeur de TCS à hauteur de 67% générant un pic de 4 957 milliers d'actions échangées le 18 novembre 2022 ;
- La publication des résultats du troisième trimestre 2022 de TCS le 30 novembre 2022 générant un pic de 5 436 milliers d'actions échangées le même jour ;
- La publication des résultats du troisième trimestre 2022 de Vantiva au 1^{er} décembre 2022, et celle des résultats annuels de l'année 2022 au 9 mars 2023, générant des pics de 2 612 et 4 263 milliers d'actions échangées le 2 décembre 2022 et 10 mars 2023 ;
- L'annonce de Vantiva d'acquérir l'activité réseaux domestiques de CommScope au 3 octobre 2023, générant un pic de 3 476 milliers d'actions échangées.

Entre le 3 octobre 2023 et le 1^{er} novembre 2023, soit depuis l'annonce de l'acquisition de HN par Vantiva, le volume d'actions Vantiva échangé est de 7 747 milliers d'actions, soit environ 352 milliers d'actions par jour de

cotation en moyenne. Sur cette période, le volume échangé n'est pas significatif et représente seulement 0,10% du capital et 0,12% du flottant. Cette période est principalement marquée par l'annonce de l'Acquisition générant un premier pic le 3 octobre de 3 476 milliers d'actions échangées et un second pic le 4 octobre de 1 071 milliers d'actions échangées.

Sur cette période, le cours de bourse est passé de 0,18 € à 0,13 €, soit une baisse d'approximativement (28)%.

12.1.2 Objectifs de cours de bourse des analystes

L'action Vantiva fait l'objet d'un suivi régulier par deux analystes.

Bryan Garnier & Co a publié un prix cible pour la cotation de 0,35 € et une recommandation d'achat dans sa note du 4 octobre 2023 (même prix cible de 0,35€ publié au 28 juillet 2023). La note est positive sur les potentiels gains de synergies que pourrait générer l'acquisition de la division Home Networks de CommScope par Vantiva. Elle recense notamment la réalisation d'économies d'échelles et le gain de parts sur le marché des équipements télécoms.

Kepler Cheuvreux a publié un prix cible de la cotation de 0,20 € et une recommandation neutre dans sa note du 27 octobre 2023 (même prix cible de 0,20 € publié le 8 août 2023). L'analyste indique qu'il est sceptique vis-à-vis de la capacité de Vantiva à réaliser la guidance établie pour l'année 2023 en raison des résultats de la division Connected Home - CH. Il estime cependant que l'acquisition de HN devrait bénéficier à l'entreprise sur le moyen terme.

12.2 DONNEES STRUCTURANTES DE L'EVALUATION

Référentiel comptable

Vantiva établit ses comptes consolidés selon le référentiel des normes comptables internationales (IFRS) qui s'impose aux sociétés cotées.

Les comptes consolidés et comptes annuels de Vantiva clôturent au 31 décembre de chaque année calendaire. Les derniers comptes consolidés certifiés par les Commissaires aux comptes concernent le dernier exercice clos au 31 décembre 2022.

Vantiva publie par ailleurs une situation intermédiaire au 30 juin de chaque année calendaire et communique trimestriellement sur ses performances financières clés.

Date d'évaluation

Les actions de Vantiva sont évaluées au 31 décembre 2023.

Les comptes consolidés (et par division du dernier exercice clos au 31 décembre 2022) et la situation semestrielle de Vantiva au 30 juin 2023 servent de référence aux données financières historiques utilisées pour l'évaluation des actions Vantiva.

La position de trésorerie (dette) financière nette de Vantiva a été arrêtée au 30 Juin 2023, et corrigée des encaissements et décaissements opérationnels intercalaires au 31 décembre 2023.

Les calculs des taux d'actualisation ont été arrêtés au 4 octobre 2023.

Prévisions financières

Les prévisions financières utilisées sont celles qui nous ont été communiquées par Vantiva.

Pour répondre à la mission qui nous a été confiée, nous avons travaillé à partir de prévisions financières *standalone* i.e. ne tenant pas compte des effets de l'intégration du périmètre HN dans le Groupe, ni d'une quote-part quelconque des synergies dont pourrait bénéficier le Groupe par cette intégration.

Éléments de passage entre valeur d'entreprise et valeur des actions

Pour le passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des actions Vantiva, l'évaluation se fonde sur (i) une position d'endettement financier net au 30 juin 2023 et (ii) la prise en compte de la valeur de certains actifs immobilisés non valorisés par les méthodes d'évaluation retenues.

La position d'endettement financier net est distincte selon les méthodes d'évaluation que nous avons retenues en raison de décaissements pris en compte dans le plan d'affaires, mais exclus de l'EBITDA normatif lors de la mise en œuvre de l'approche analogique. Ces décaissements ont été pris en compte via la position d'endettement financier net propre à la méthode.

Le détail des retraitements par méthode d'évaluation et précisé dans la mise en œuvre des méthodes.

12.3 METHODES D'EVALUATION ECARTEES

Les méthodes d'évaluation suivantes ont été écartées par nos soins pour évaluer les actions de Vantiva :

Approche patrimoniale par l'actif net réévalué (« ANR »)

Cette méthode consiste à estimer la valeur des actions en se fondant sur les capitaux propres de Vantiva corrigés de la réévaluation individuelle des actifs et passifs identifiables au bilan et porteurs de plus-value ou de moins-value latente.

Cette méthode est particulièrement adaptée pour évaluer les sociétés détentrices d'actifs ou de passifs disposant de valeurs reconnues sur le marché ou pouvant être valorisés indépendamment (tel que les sociétés foncières détentrices de biens immobiliers, ou les sociétés holding détenant des participations dans diverses activités et divers actifs au bilan).

Cette méthode n'a pas été retenue étant considéré que l'ensemble des actifs détenus sont affectés à l'exploitation du Groupe et que leur valeur est directement intégrée dans les méthodes d'évaluation que nous avons sélectionnées, et présentées infra.

Référence à l'actif net comptable

Cette méthode consiste à estimer la valeur des actions en se fondant sur les capitaux propres de Vantiva.

L'actif net comptable ne constitue pas un critère usuel d'évaluation notamment parce qu'il ne prend pas en compte le niveau de rentabilité ou de perte future.

Approche intrinsèque par les flux de dividendes futurs actualisés (ou Discounted Dividend Model – DDM)

Cette méthode consiste à estimer la valeur des actions à partir de la valeur actualisée des projections de dividendes distribuables par le Groupe.

Cette méthode se fonde notamment sur la politique de distribution de dividendes du groupe évalué.

Cette méthode n'a pas été retenue pour les raisons suivantes :

- La politique de distribution de dividendes historiques du Groupe ne permet pas de projeter un modèle de distribution normalisé ;
- La méthode aboutit à une valeur strictement utilitariste de l'action du point de vue de l'actionnaire, calculée à partir des seuls dividendes pouvant être perçus par ce dernier sans tenir compte de la richesse créée non distribuée.

Approche analogique par la méthode des multiples de transactions comparables

Cette méthode consiste à estimer la valeur des actions à partir des multiples de valorisation observés sur des sociétés comparables ayant été acquises récemment et pour lesquelles les données financières de l'opération ont été publiées.

Cette méthode n'a pas été retenue en raison (i) du manque d'information communiqué sur les modalités financières entourant les transactions identifiées et (ii) du contexte dans lequel elles sont intervenues.

Nous avons identifié les trois transactions suivantes sur des cibles jugées *pure players* sur l'activité CH :

Sagemcom Group – juillet 2023 : transfert des participations Sagemcom Group détenues par Charterhouse Capital Partners LLP dans un nouveau fonds de continuation au travers d'un nouveau pool de *Limited Partners* en juillet 2023.

Sagemcom Group est un groupe intervenant sur des offres et des marchés parfaitement comparables à l'activité CH de Vantiva. Il constitue l'un des *pure players* présentés dans le Rapport et le leader mondial.

D'après les informations communiquées dans la presse, cette transaction aurait été réalisée sur une base de c. 1mds€²¹.

Nous avons exclu cette référence pour les raisons suivantes :

- Le prix communiqué est approximatif ;
- Les modalités financières de cette opération (notamment la dette financière nette retenue) n'ont pas été communiquées, de sorte que l'estimation d'une valeur d'entreprise fiable n'est pas possible ;
- Sagemcom ne publie pas ses états financiers, de sorte que l'estimation de multiples de valorisation implicite fiables n'est pas possible.

Sagemcom Group – avril 2019 : réorganisation de SagemCom Group et entrée de co-investisseurs.

D'après les informations que nous avons répertoriées²², cette opération a porté sur une part minoritaire du capital (28,1%), sur une base de valeur de SagemCom à 100% de c. 700m€ et d'une valeur d'entreprise estimée à 823m€. Les multiples implicites estimés sur cette opération ressortiraient à 4,9x l'EBITDA 2018 du Groupe et 8x l'EBITDA 2019 du Groupe.

Nous avons exclu cette référence pour les raisons suivantes :

- Les modalités financières de cette opération ne sont pas pleinement confirmées par Epsilon Research;
- Les multiples d'EBITDA implicites calculés sont très disparates ;
- SagemCom se trouvait en 2019 en pleine ascension fort de son succès sur le marché de la fibre en Europe et dans d'autres zones économiques mondiales, avec des performances financières et des prévisions financières ayant servi de négociation au prix de cette transaction potentiellement non comparables à celles de Vantiva aujourd'hui.

Cisco Connected Device – 2015 : acquisition de Cisco Connected Device par Vantiva.

Cette activité est aujourd'hui pleinement intégrée dans la division Connected Home - CH de Vantiva.

D'après les informations communiquées par le management de Vantiva, la division Cisco Connected Device a été acquise par Vantiva sur la base d'une valeur d'entreprise de 522mUSD et d'un multiple implicite compris entre 7x et 9x l'EBITDA 2016 ou 2017 du périmètre.

²¹ Source : Epsilon Research

²² Source : Epsilon Research

Nous avons exclu cette référence considérant que cette transaction est intervenue alors que Vantiva cherchait à acquérir des parts de marché en Amérique du Nord et en Asie Pacifique pour accroître son expansion internationale sur la division CH. Le prix ainsi payé par Vantiva s'inscrivait donc dans un contexte particulier et était susceptible d'intégrer des synergies et des attentes de rendement significatives sur ces marchés, qui ne nous permettent pas de nous appuyer sur les multiples induits, potentiellement surestimés dans le cadre de notre application *standalone*.

Nous n'avons pas identifié d'autre transaction pertinente sur des pure players de l'activité CH de Vantiva.

Référence au cours de bourse

La référence au cours de bourse consiste à estimer la valeur d'une société à partir des cours de l'action observables sur des périodes définies.

Les titres de Vantiva sont admis aux négociations sur le compartiment B d'EURONEXT Paris. Nous avons présenté ci-avant notre analyse sur l'évolution du cours de bourse.

Les volumes échangés quotidiennement sont négligeables au regard du flottant et du nombre de titres en circulation, limitant la pertinence de cette méthode.

Par ailleurs, les objectifs de cours de bourse publiés par les analystes étudiés découlent d'approches intrinsèques (*DCF*) mises en œuvre à partir de prévisions financières qui diffèrent de celles qui nous ont été communiquées par Vantiva dans le cadre de nos travaux. Ces dernières intègrent des données macro-économique ainsi que des ambitions de développement du Groupe non nécessairement reflétées dans les prévisions utilisées par les analystes.

12.4 METHODES D'EVALUATION RETENUES

Pour estimer la valeur des actions Vantiva, nous avons mis en œuvre les méthodes suivantes :

- A titre principal, la méthode de l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie ou « *Discounted Cash Flows* » (*DCF*) aux bornes du Groupe.
- A titre de recoupement, une approche d'évaluation analogique par multiples d'EBITDA, déduits à partir d'un panel de sociétés cotées comparables.

Les paramètres propres à chacune de ces méthodes sont présentés dans une section spécifique ci-dessous.

12.4.1 Evaluation des actions de Vantiva par la méthode des DCF

12.4.1.1 Présentation de la méthodologie

Cette méthode consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'une entreprise par l'actualisation des flux financiers issus de son plan d'affaires à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité du marché vis-à-vis de l'entreprise.

Dans le contexte d'une évaluation avec continuité de l'exploitation de la société pour une durée indéfinie, le calcul de la valeur terminale, calculée au-delà de la période explicite du plan de prévisions, repose sur l'estimation d'un flux de trésorerie libre normatif, et d'un taux de croissance à long-terme (TCI, taux de croissance à l'infini).

Nos travaux se sont fondés sur (i) la position de trésorerie (dette) nette de Vantiva au 30 juin 2023, corrigée des prévisions de *free cash flows* communiquées par le Management sur le second semestre 2023 et (ii) les prévisions de *free cash flows* calculés à partir de FY24F sur la base du plan d'affaires.

12.4.1.2 Présentation des hypothèses clés du plan d'affaires prévisionnel de Vantiva

Le plan d'affaires *standalone* qui nous a été communiqué par Vantiva a été préparé par le management sur la période FY23F-FY28F, incluant les paramètres et hypothèses clés présentées ci-après.

Paramètres du management

Le chiffre d'affaires prévisionnel est projeté en croissance annuelle moyenne de 2,9% entre FY23F et FY28F. Cette tendance est générée par (i) une stabilisation du chiffre d'affaires de la division CH et (ii) des ambitions de développement et de diversification déjà engagées par le management sur la division SCS (notamment auprès de l'industrie du vinyle ; de clients hors médias sur des offres supply-chain ; de dispositifs micro-fluidiques destinés aux diagnostics médicaux, et de l'IoT).

Les prévisions de stabilité du chiffre d'affaires CH entre FY23E et les exercices postérieurs sont cohérentes avec les prévisions du marché sur les zones économiques EMEA et North America. Nous comprenons que le management reste prudent dans ses prévisions sur le développement de ses parts de marché en APAC en raison de la concurrence intensive des fabricants asiatiques.

Par ailleurs, comme précisé ci-avant dans le Rapport, le budget FY23E du management de Vantiva tient compte d'une baisse de chiffre d'affaires de l'activité CH résultant des stocks accumulés depuis 2020 sur le marché, impliquant une baisse de la demande des opérateurs. Cette baisse est confirmée par les premiers résultats présentés au titre du premier semestre 2023. En projetant une stabilité dans le plan d'affaires, le management prend donc pour hypothèse un maintien du niveau d'activité plancher 2023 à long terme.

La marge d'EBITDA normative projetée, à partir de FY24A, toutes activités confondues, est légèrement supérieure à la marge d'EBITDA de Vantiva sur FY22A. Cette marge (en pourcentage du chiffre d'affaires) augmente à un taux de croissance annuel moyen de 8,2%, principalement sous l'effet du développement de l'activité SCS.

Le plan d'investissements (CAPEX) de Vantiva prévoit des investissements stables, représentant en moyenne (3)% du chiffre d'affaires.

Le plan d'affaires tient compte par ailleurs :

- d'un plan de *restructuring* interne, non-lié à la transaction, représentant approximativement (1)% du chiffre d'affaires annuel sur les deux premières années de la période explicite du plan d'affaires (FY23-FY24), puis (0,3)% sur les trois années suivantes (FY25F – FY27F) ;
- de deux plans de *restructuring* spécifiques à deux sites d'exploitation représentant approximativement (1,1)% du chiffre d'affaires annuel ;
- Des décaissements au titre des indemnités de départ à la retraite représentant approximativement (0,9)% du chiffre d'affaires annuel sur l'horizon explicite du BP ;
- Les loyers retraités suivant la norme IFRS16 sont considérés en décaissement dans les free cash flows et représentent approximativement (1)% du chiffre d'affaires annuel sur la période explicite du BP.

Paramètres RSM

Les flux prévisionnels de trésorerie tiennent compte :

- D'une variation de BFR estimée en moyenne à (2)% du chiffre d'affaires annuel sur la période explicite du plan d'affaires.
- D'un IS calculé à partir d'un EBIT taxé au taux d'impôt sur les bénéfices des sociétés françaises en 2023 de 25,83% (après prise en compte de la contribution additionnelle).
- D'une extrapolation par nos soins de la période explicite du plan d'affaires préparée par le management de Vantiva sur quatre ans afin d'aligner les D&A prévisionnelles de Vantiva avec les prévisions de CAPEX normatives. La période d'extrapolation est basée sur un taux de croissance à l'infini de 1%, et sur une marge d'EBITDA fixe, égale à celle projetée au titre de la dernière année de la période explicite du plan d'affaires (FY28). Le niveau de BFR sur la période extrapolée du BP est stabilisé à (2,42)% du chiffre d'affaires total annuel. Les éléments de flux de trésorerie non courants augmentent au taux de croissance à l'infini de 1% sur la période d'extrapolation.

- D'une valeur terminale estimée par l'application de la formule de Gordon-Shapiro. Le flux normatif a été déterminé à partir des hypothèses et paramètres suivants :
 - o Un taux de croissance à l'infini de 1%, symptomatique de la perte de dynamique et de la saturation du secteur, mais intégrant néanmoins l'impact au long-terme des taux d'inflation sur les coûts d'approvisionnement et sur les prix de ventes ; Le taux de croissance à l'infini est appliqué sur le chiffre d'affaires FY28F (en fin de la période explicite du plan d'affaires) ;
 - o Une marge d'EBITDA normative égale à celle projetée sur l'horizon de la période explicite du BP ;
 - o Le niveau de CAPEX et D&A est égal au niveau FY32F impacté du TCI ;
 - o Le niveau d'IDR est calculé à partir des mêmes hypothèses que celles retenues sur la période explicite du BP ;
 - o La variation de BFR est quasiment nulle, impactée uniquement par le TCI.

12.4.1.3 Présentation du taux d'actualisation

Le taux d'actualisation utilisé pour l'évaluation des actions de Vantiva a été calculé à 13,25%. Il correspond au taux d'actualisation estimé pour chaque division (CH et SCS), pondéré par le poids de leur EBITDA prévisionnel sur l'EBITDA total prévisionnel du Groupe (sur l'horizon explicite du plan d'affaires préparé par le management).

Le taux d'actualisation de chaque division correspond au coût moyen pondéré du capital (ou WACC pour Weighted Average Cost of Capital), calculé sur la base de conditions économiques françaises et ajusté (i) d'une prime de risque pays, calculée à partir des primes de risques des zones économiques dans lesquelles Vantiva exerce ses activités, pondérées par le poids du chiffre d'affaires dans chaque zone, et (ii) du différentiel d'inflation dans les zones économiques d'activités.

Le détail du calcul du WACC de Vantiva est présenté ci-après

Taux d'actualisation - WACC - Vantiva	CH	SCS
	4-oct.-23	4-oct.-23
Coût du capital		
Taux sans risque	3,79%	3,79%
Beta (désendetté)	0,94	0,68
Gearing de marché	17,85%	35,82%
Beta (réendetté)	1,07	0,86
Prime de risque marché	7,33%	7,33%
Coût du capital	11,60%	10,07%
Prime de risque spécifique	0,00%	5,00%
Prime de risque pays	0,54%	0,54%
Coût du capital ajusté	12,15%	15,62%
Coût de la dette		
EURIBOR - 12m	4,06%	4,06%
Spread de défaut	7,71%	7,71%
Taux d'impôt	25,83%	25,83%
Coût de la dette ajusté	8,73%	8,73%
Poids de la dette	15,15%	26,37%
Poids des fonds propres	84,85%	73,63%
Ajustement d'inflation	0,99%	0,99%
WACC	12,62%	14,79%
Pondération par poids d'EBITDA	70,70%	29,30%
Vantiva WACC RSM	13,25%	

Source : Refinitiv Eikon / Damodaran / IMF / Management data / Analyses RSM

Les paramètres clés du calcul du WACC de Vantiva sont les suivants :

- Le taux sans risque correspond au taux moyen sur un an de l'OAT FR d'une maturité de 12 mois ;
- Le bêta du secteur est le bêta sur 5 ans désendetté médian calculé à partir d'un panel de sociétés cotées comparables (cf. *infra* et [Annexe 5](#), et [Annexe 6](#)). Le beta de la division CH a été estimé à partir des betas médians observés sur le même panel que celui retenu pour HN, composé des sociétés cotées intervenant sur leur marché. Le beta de la division SCS a été estimé à partir du beta médian observé sur des sociétés intervenant sur des marchés exposés à des volatilités jugées proches de celles de SCS, i.e. maisons de production audiovisuelle, gestion de *supply-chain* et de logistique, et packaging.

- Le gearing appliqué au calcul du coût du capital correspond à un gearing de marché issu des panels de sociétés comparables (cf. *infra* et [Annexe 5](#), et [Annexe 6](#)) ;

Echantillon beta - SCS			Echantillon beta - CH			
	Beta désendetté	Gearing	Pure player	Beta désendetté	Gearing	
Entertainment						
Warner Bros Discovery Inc	0,34	135,68%				
Walt Disney Co	0,79	42,79%	✓	1,04	0,00%	
Universal Music Group NV	0,27	n.a	✓	0,77	7,22%	
Ubisoft Entertainment SA	0,30	33,55%	✓	0,79	28,48%	
Electronic Arts Inc	0,47	0,00%	✓	0,85	65,54%	
Nintendo Co Ltd	0,71	0,00%	✓	1,19	0,00%	
Paramount Global	0,56	136,83%	✓	1,03	34,96%	
Supply Chain/Logistics						
Oesterreichische Post AG	0,32	11,36%		0,77	0,00%	
DSV A/S	0,72	38,40%		1,14	0,00%	
Radiant Logistics Inc	0,58	19,34%		0,81	0,09%	
CH Robinson Worldwide Inc	0,35	75,10%		0,94	1,70%	
Expeditors International of Washington	0,73	0,00%		0,69	0,00%	
Forward Air Corp	0,80	10,55%		0,78	14,37%	
Hub Group Inc	0,67	14,94%		0,72	20,08%	
ID Logistics SAS	0,27	186,63%		0,68	4,93%	
International Distributions Services PLC	0,96	14,04%		1,14	20,57%	
DX (Group) PLC	0,29	140,25%				
Manufacturing/Packaging						
Smurfit Kappa Group PLC	0,58	87,08%		0,94	17,85%	
DS Smith PLC	0,78	58,82%		0,94	22,70%	
Mondi PLC	0,84	45,46%				
UPM-Kymmene Oyj	0,89	5,76%		0,78	1,70%	
Stora Enso Oyj	0,92	30,68%		0,85	6,86%	
Svenska Cellulosa SCA AB	0,69	13,58%				
Sappi Ltd	0,76	85,39%				
Huhtamaki Oyj	0,58	77,95%				
Beta généraliste						
Médiane	0,68	35,82%				
Moyenne	0,61	53,26%				

Source: Refinitiv Eikon / Analyses RSM

- La prime de risque de marché correspond à une moyenne des prévisions sur un an de la prime de risque sur le marché français ;
- La prime de risque pays correspond à une moyenne du spread de défaut de crédit pondérée par le CA sur chaque zone économique de Vantiva. Le calcul de la prime de risque pays est présenté ci-dessous ;

Prime de risque pays - Vantiva	CA FY22 en m€	% du CA Total	PRP
Zones économiques génératrices de CA			
Europe	117	4,21%	3,40%
Rest of Americas	419	15,09%	4,50%
Asia	243	8,75%	1,50%
France	456	16,43%	0,00%
UK	18	0,65%	0,20%
USA	1 523	54,86%	(0,75%)
Prime de risque pays pondérée	2 776	100,00%	0,54%

Source: Damodaran / Rapport Annuel FY22 Vantiva / Analyses RSM

- Le coût du capital de la division SCS a été ajusté d'une prime de risque spécifique de 5% en raison des prévisions de diversification du management sur cette activité (renouvellement de l'offre pour combler la perte de dynamique sur l'activité traditionnelle). Par simplification et en l'absence de redéfinition des divisions de Vantiva à ce jour, l'activité IoT en cours de développement a été intégrée dans cette division ;
- Le coût de la dette est calculé à partir du taux d'intérêt de l'EURIBOR à 12 mois, majoré du spread de défaut sur des obligations à 5 ans de sociétés notées B (note Moody's, représentative des perspectives d'endettements intrinsèques) ;
- La structure de financement est issue des niveaux d'endettements de marché, à partir du gearing de marché observé sur le panel de sociétés comparables ;
- L'ajustement d'inflation est calculé à partir du différentiel de prévisions d'inflation du FMI à horizon 2028 (long-terme), entre les zones économiques génératrices de chiffre d'affaires de Vantiva. Le calcul de l'ajustement d'inflation est présenté ci-dessous.

Ajustement d'inflation - Vantiva	CA FY22 en m€	% du CA Total	Spread Infl. 2028
Zones économiques génératrices de CA			
Europe	117	4,21%	2,09%
Rest of Americas	419	15,09%	3,52%
Asia	243	8,75%	1,05%
France	456	16,43%	0,00%
UK	18	0,65%	0,40%
USA	1 523	54,86%	0,50%
Ajustement d'inflation pondéré	2 776	100,00%	0,99%

Source: Prévisions d'inflation FMI / Analyses RSM

Sur ces bases, le WACC CH est calculé à 12,62% et le WACC SCS est calculé à 14,79%.

Sur la base de la pondération de ces WACC par la contribution de l'EBITDA prévisionnel de chaque division à l'EBITDA prévisionnel du Groupe, le WACC de Vantiva ressort à 13,25%.

12.4.1.4 Eléments de passage de valeur d'entreprise à valeur des fonds propres

Pour le passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des actions de Vantiva, l'évaluation se fonde sur (i) une position d'endettement financier net au 30 juin 2023 et (ii) la prise en compte de la valeur de certains actifs immobilisés non valorisés par les méthodes d'évaluation retenues.

La position d'endettement financier retenue est présentée ci-après au 30 Juin 2023 :

Endettement net financier ajusté - Vantiva - DCF en m€	juin-23
Disponibilités	39
Emprunts financiers	(407)
Dettes sur acquisition d'immo.	-
Provisions pour retraite et avantages assimilés	(217)
Dettes de loyer	(71)
Dettes nette comptable	(655)
(+) FCF FY23 Ajustement position de trésorerie à fin d'année	26
(+) Trésorerie mise en nantissement	57
(-) Provisions pour risques et charges (hors-earn-out de 4m€)	(58)
(+) Provisions pour retraite et avantages assimilés	217
(+) Dettes de loyer IFRS 16	71
(+) Autres éléments de trésorerie	25
Ajustements sur dette nette comptable	339
Dettes nette ajustée RSM	(317)

Source: Rapports annuels Vantiva / Atterissage au 30-juin 2023 / Analyses RSM

L'endettement financier net est retenu pour un montant de (317)m€, composé de la dette nette comptable au 30 juin 2023, de (655)m€, ajustée par les éléments suivants :

- Correction des encaissements et décaissements opérationnels intercalaires au 31 décembre 2023 (FCF) ;
- Ajout de la trésorerie mise en nantissement pour un montant de 57m€, reconnue dans les postes d'actifs immobilisés du bilan consolidé du Groupe au 30 juin 2023 ;
- Intégration des provisions pour risques et charges pour un montant de (58)m€, qui présentent une nature certaine d'après nos échanges avec le management de Vantiva, à l'exception d'un earn-out provisionné pour 4m€ n'ayant pas vocation à être versé ;
- Exclusion des provisions pour retraite et avantages assimilés, qui s'élèvent à (217)m€, et des dettes de loyer IFRS16 qui s'élèvent à (71)m€ dans la mesure où les décaissements liés à ces passifs sont directement considérés dans les flux de trésorerie prévisionnels.

Nous n'avons pas tenu compte dans nos travaux des économies d'imposition futures dont pourrait bénéficier le Groupe par l'imputation des déficits reportables accumulés, considérant que compte tenu des résultats, l'affectation de ces déficits dans les zones d'imposition n'est pas acquise. Au 31 décembre 2022, ces reports déficitaires s'élevaient à 2,7mds€, ils sont intégralement dépréciés dans les comptes du Groupe.

Nous avons également tenu compte des éléments suivants pour aboutir à la valeur des actions de Vantiva :

- Valeur des participations non consolidées pour 21m€ (sur la base de leur valeur au 31 décembre 2022 publiée dans le document de référence du Groupe) ;

- Valeur de la participation détenue par Vantiva dans TCS (7,5%), dont la valeur a été estimée à 3,1m€ sur la base du dépôt le 18 octobre 2023 du projet d'offre publique d'acquisition sur une base de 1,63€ par action.

12.4.1.5 Synthèse des valeurs obtenues par la méthode DCF

La valeur d'entreprise estimée par méthode DCF ressort à 552m€. Après ajustements de dette nette, affectation de la juste-valeur des participations non-consolidées et des titres TCS, la valeur des actions de Vantiva ressort à 259m€.

La valeur centrale a été sensibilisée à partir des paramètres structurants de l'évaluation par DCF : le taux d'actualisation (WACC), et le taux de croissance à l'infini.

L'évaluation par DCF est basée sur un taux d'actualisation de 13,25% et un TCI de 1%. Afin d'obtenir une sensibilité du modèle, les valeurs ont été estimées à partir d'une variation à la hausse ou à la baisse hypothétique de ces paramètres de $\pm 0,5\%$.

Cette approche de sensibilisation aboutit à un intervalle de valeur compris entre 222m€ et 303m€ :

Synthèse des paramètres variables à la fourchette d'évaluation											
WACC		13,25%									
TCI		1,00%									
Test de sensibilité - Vantiva - WACC Aug./(Dim.) TCI Aug./(Dim.) en m€											
TCI Aug./(Dim.)	WACC Aug./(Dim.)										
	(2,0%)	(1,5%)	(1,0%)	(0,5%)	0,0%	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%		
(2,0%)	308	279	254	231	209	189	170	152	135		
(1,5%)	322	294	267	243	220	199	179	161	143		
(1,0%)	340	310	282	256	232	210	189	170	152		
(0,5%)	360	328	298	270	245	222	200	179	160		
0,0%	382	347	315	286	259	234	211	190	170		
0,5%	406	368	334	303	274	248	224	201	180		
1,0%	432	392	355	322	291	263	237	213	191		
1,5%	462	418	378	342	309	279	252	227	203		
2,0%	496	447	404	365	329	297	268	241	216		

Source: Analyses RSM

12.4.2 Evaluation des actions de Vantiva par la méthode des multiples de sociétés cotées

12.4.2.1 Présentation de la méthodologie

A titre de recoupement, nous avons mis en œuvre une approche d'évaluation analogique par la méthode des multiples de sociétés cotées.

Pour l'application de la méthode, nous avons mobilisé les multiples d'EBITDA observés sur un panel de comparables boursiers. L'application ces multiples à un EBITDA de référence de Vantiva permet d'obtenir une valeur d'entreprise.

Cette valeur d'entreprise est ensuite retraitée de la situation d'endettement financier nette projetée à fin 2023, afin d'aboutir à la valeur des actions de Vantiva.

Nos travaux se sont notamment fondés sur (i) la position de trésorerie (dette) nette de Vantiva au 30 juin 2023, corrigée des prévisions de *free cash flows* communiquées par le Management sur le second semestre 2023 et (ii) les niveaux d'EBITDA FY22A, FY23F et FY24F du Groupe.

12.4.2.2 Modalités de calcul des multiples d'EBITDA

Il n'existe pas, à notre connaissance, de sociétés cotées parfaitement comparables à Vantiva réunissant des caractéristiques strictement identiques en termes de répartition d'activités et de zones d'implantation. En particulier :

- le positionnement spécifique de la division CH du Groupe systématiquement parmi le top 5 des fabricants par zone économique le distingue nettement de beaucoup de ses concurrents ;
- les principaux acteurs cotés recensés sont implantés en Asie. Si ces acteurs constituent des concurrents directs de Vantiva sur ses marchés à l'international, leur marché premier est porté par une dynamique distincte de la dynamique internationale ;
- il n'existe pas de société purement comparable à l'activité SCS du Groupe.

Pour ces raisons, cette méthode a été mise en œuvre à titre strictement corroboratif.

Le multiple d'EBITDA a été déterminé à partir des multiples déterminés pour chacune des sociétés suivantes (ces sociétés font l'objet d'une description en Section 6 du Rapport et en [Annexe 4](#)) : Arcadyan Technology Corp, Sercomm Corp, et Hitron Technologies Inc.

Les entreprises composant le panel ont été sélectionnées sur la base de la nature de leur activité i.e. strictement comparable à l'activité CH.

Nous nous sommes référés pour le calcul des multiples d'EBITDA de chacune des sociétés comparables :

- A la valeur d'entreprise déterminée à partir de la capitalisation boursière en fin d'année fiscale (FY22A pour le bas d'intervalle, FY23F pour le haut d'intervalle) (source : *Refinitiv*)
- A l'EBITDA réalisé ou prévisionnel (moyenne de prédictions d'analystes institutionnels) pour chaque année fiscale (FY22A pour le bas d'intervalle, FY23F pour le haut d'intervalle) (source : *Refinitiv*).

Les sociétés composant le panel établissent leurs comptes en norme IFRS mais n'ont pas encore adopté la norme IFRS 16. Nous avons tenu compte de cet élément en appliquant les multiples ainsi retenus à un EBITDA de référence Vantiva retraité des impacts de la norme IFRS16.

Le panel composé abouti à un multiple médian FY22A de 5.9x l'EBITDA, et FY23F de 7.3x l'EBITDA.

Public Companies (in m€)			Sales	EBITDA	Market	EV/EBITDA	
Company	Ticker	Country	revenue	Margin %	cap	FY22	FY23
Arcadyan	3596.TW	Taiwan	1,507	6.22%	1,055	5.9x	8.0x
Hitron	2419.TW	Taiwan	393	8.70%	269	7.1x	n.c.
Sercomm	5388.TW	Taiwan	2,063	5.13%	908	5.9x	6.7x
Pure players							
Mean						6.3x	7.3x
Median						5.9x	7.3x

Source: Refinitiv Eikon // Management Data // RSM Analysis

Nous avons retenu un EBITDA moyen Vantiva calculé entre FY22A et FY24F à 130m€.

12.4.2.3 Eléments de passage de valeur d'entreprise à valeur des fonds propres

Pour le passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des actions de Vantiva, l'évaluation se fonde sur (i) une position d'endettement financier net au 30 juin 2023 et (ii) la prise en compte de la valeur de certains actifs immobilisés non valorisés par les méthodes d'évaluation retenues.

La position d'endettement financier net retenue est présentée ci-après au 30 Juin 2023 :

Endettement net financier ajusté - Vantiva - Multiples	
en m€	juin-23
Disponibilités	39
Emprunts financiers	(407)
Dettes sur acquisition d'immo.	-
Provisions pour retraite et avantages assimilés	(217)
Dettes de loyer	(71)
Dettes nettes comptables	(655)
(+) FCF FY23 Ajustement position de trésorerie à fin d'année	26
(+) Trésorerie mise en nantissement	57
(-) Provisions pour risques et charges (hors-earn-out de 4m€)	(58)
(-) Coûts de restructuring anticipés	(78)
(+) Dettes de loyer IFRS 16	71
(+) Autres éléments de trésorerie	25
Ajustements sur dettes nettes comptables	44
Dettes nettes ajustées RSM	(611)

Source: Rapports annuels Vantiva / Atterissage au 30-juin 2023 / Analyse RSM

L'endettement financier net est retenu pour un montant de (611)m€, composé de la dette nette comptable au 30 juin 2023, de (655)m€, ajustée par les éléments suivants :

- Ajout de la trésorerie mise en nantissement pour un montant de 57m€, reconnue dans les postes d'actifs immobilisés du bilan consolidé du Groupe au 30 juin 2023 ;
- Intégration des provisions pour risques et charges pour un montant de (58)m€, qui présentent une nature certaine d'après nos échanges avec le management de Vantiva, à l'exception d'un earn-out provisionné pour 4m€ n'ayant pas vocation à être versé ;
- Prise en compte des coûts de *restructuring* anticipés par le management de Vantiva dans le plan d'affaires que nous jugeons assimilables à des éléments de dettes nettes en raison de leur décaissement certain et exceptionnel. La valeur de ces coûts de restructuring correspond aux décaissements prévisionnels qu'ils vont générer actualisés au WACC du Groupe.
- Exclusion des dettes de loyer IFRS16 qui s'élèvent à (71)m€ dans la mesure où les charges liées aux contrats existant ont été réintégrées dans les EBITDA pris pour référence.

Nous n'avons pas tenu compte dans nos travaux des économies d'imposition futures dont pourrait bénéficier le Groupe par l'imputation des déficits reportables accumulés, considérant que compte tenu des résultats, l'affectation de ces déficits dans les zones d'imposition n'est pas acquise. Au 31 décembre 2022, ces reports déficitaires s'élevaient à 2,7mds€, ils sont intégralement dépréciés dans les comptes du Groupe.

En comparaison avec la position d'endettement financier net retenue dans la mise en œuvre de la méthode DCF, la différence provient principalement (i) de la prise en compte des provisions pour retraite et avantages assimilés (dont les décaissements sont directement intégrés dans la méthode DCF) et (ii) de la prise en compte des charges de *restructuring* (dont les décaissements sont également directement intégrés dans la méthode DCF).

Nous avons également tenu compte des éléments suivants pour aboutir à la valeur des actions de Vantiva :

- Valeur des participations non consolidées pour 21m€ (sur la base de leur valeur au 31 décembre 2022 publiée dans le document de référence du Groupe) ;
- Valeur de la participation détenue par Vantiva dans Technicolor Creative Studios TCS (7,5%), dont la valeur a été estimée à 3,1m€ sur la base du dépôt le 18 octobre 2023 du projet d'offre publique d'acquisition sur une base de 1,63€ par action.

12.4.2.4 Synthèse des valeurs obtenues par la méthode des multiples de sociétés cotées

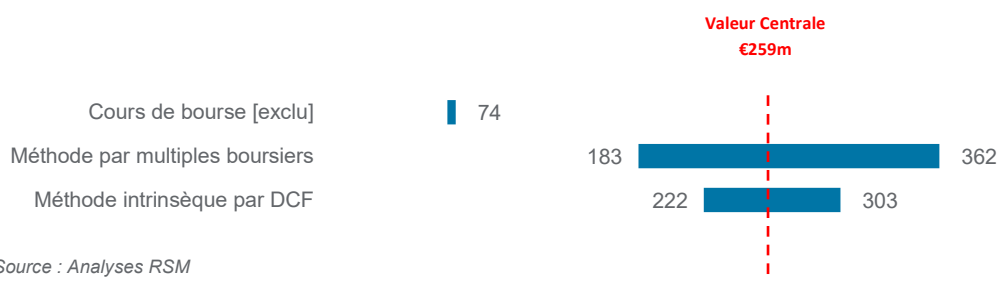
En synthèse, la valeur des actions de Vantiva par la méthode des multiples de sociétés cotées ressort comprise entre 183m€ et 362m€.

Evaluation Vantiva - Multiple de marché en m€	EBITDA Moy. FY22A-FY24F	
	Min	Max
EBITDA (incl. Charges IFRS 16)	130	130
Multiple VE/EBITDA	5,9x	7,3x
VE Vantiva	770	949
Trésorerie/(dette) nette - ajust. FY23	(611)	(611)
(+) participations non-conso.	21	21
(+) participation TCS	3	3
Valeur des fonds propres	183	362

Source: Documents de Référence 2022 / Management Valuation BP / Thomson Reuters / Analyses RSM

12.4.3 Conclusion sur la valeur des actions de Vantiva

La valeur des actions ressort en hypothèse centrale à 259m€ sur la base de la méthode DCF. Les valeurs obtenues par la méthode des comparables, utilisée à strict but corroboratif, ressortent comprises entre 183m€ et 362m€ et encadrent la valeur centrale retenue.



Source : Analyses RSM

13 CALCUL DE LA PARITE INDUITE PAR LES VALEURS RELATIVES DE HN ET DE VANTIVA

Sur la base des valeurs relatives *standalone* de Home Networks et des actions de Vantiva présentées dans le Rapport, qui ressortent à :

- 86m€ s'agissant de la division Home Networks, corroborant le prix d'Acquisition retenu contractuellement par Vantiva et CommScope dans le cadre de l'Acquisition à 88m€ ; et
- 259m€ s'agissant de Vantiva en hypothèse centrale des méthodes pertinentes retenues dans le cadre de l'évaluation multicritère.

il ressort une valeur combinée du nouvel ensemble fusionné de Vantiva et de Home Networks de 345m€, au sein de laquelle la valeur de la division Home Networks représente 24,9% en hypothèses centrales.

Nous présentons ci-après la sensibilité de cette parité en fonction des bornes minimales et maximales des valeurs calculées par les méthodes d'évaluation appliquées pour HN et Vantiva :

Synthèse des valeurs retenues en m€	Standalone	
	Min	Max
Vantiva SA		
Méthode intrinsèque par DCF	222	303
Méthode par multiples boursiers	183	362
Cours de bourse [exclu]	74	74
Home Network		
Méthode intrinsèque par DCF	78	96
Méthode par multiples boursiers	61	103
Parité induite		
Méthode intrinsèque par DCF	26,01%	24,03%

Source: Analyses RSM

14 SYNTHÈSE DES VALEURS ET CONCLUSION SUR L'ÉQUITÉ DE L'OPÉRATION PROPOSÉE

A l'issue de nos travaux nous observons que :

La valeur d'acquisition de la division Home Networks pour un prix de 88m€ auprès de CommScope, proposée par Vantiva dans le cadre du rapprochement industriel envisagé avec sa division Connected Home, résulte d'une négociation entre les deux groupes indépendants, tous deux acteurs avisés en tant que leaders internationaux sur leurs secteurs d'activité et en termes de parts de marché sur les produits *broadband* et vidéos.

Cette valeur d'acquisition apparaît équitable au regard des valeurs *standalone* telles qu'elles ressortent des méthodologies que nous avons mises en œuvre. Nous aboutissons en effet à une valeur centrale très proche de 86m€ pour la division Home Networks par la méthode des *discounted cash flows* qui nous semble la plus pertinente.

Les conditions de réinvestissement de CommScope dans le capital de Vantiva, qui lui octroieraient sur la base de la valeur d'acquisition et de la valeur de Vantiva retenue par les parties, avant la réalisation des synergies attendues, une participation représentant 25% du capital de Vantiva, sur une base diluée entièrement, résultent également d'une négociation entre les deux groupes.

Cette participation est cohérente avec le résultat de nos travaux qui font ressortir une valeur de Vantiva égale à 259m€ en hypothèse centrale de la méthode retenue dans le cadre de l'évaluation multicritère.

La valeur d'échange qui ressort du nombre maximal d'actions qui seraient émises dans le cadre de l'Augmentation de Capital Réservée apparaît équitable au regard de la comparaison des valeurs *standalone* calculées par une approche multicritères respectivement (i) de la division Home Networks et (ii) de Vantiva. Nous aboutissons en effet à une valeur de la division Home Networks qui représenterait 24,03% à 26,01% de la valeur du nouvel ensemble fusionné à l'issue de l'Acquisition.

Le prix d'Acquisition de Home Networks et les conditions de réinvestissement de CommScope, dans un cadre *standalone* font ainsi ressortir une rémunération équitable au regard de la valeur individuelle de Home Networks et de Vantiva.

L'équité de l'opération pour les actionnaires de Vantiva doit, outre l'opportunité de devenir actionnaire d'un nouvel acteur majeur du secteur, être recherchée dans la création de valeur issue du rapprochement.

Pour étudier les conséquences de l'Acquisition pour les actionnaires, nous avons également comparé la valeur combinée *standalone* de Home Networks et de Vantiva sur la base d'une analyse DCF *standalone* avec la valeur de l'ensemble combiné sur la base d'une analyse DCF intégrant les synergies attendues de l'opération.

Nous avons obtenu un business plan détaillant les synergies attendues de l'Acquisition. Ces synergies sont décrites dans le projet de note d'opération qui nous a été communiqué et ont fait également l'objet d'une communication au public par Vantiva et par CommScope. Elles nous ont été présentées par le management de Vantiva et par le conseil financier retenu par les parties dans le cadre de l'Acquisition, la banque d'Angelin & Co. Ces synergies doivent générer plus de 100 millions d'euros de flux de trésorerie libre (avant impôts) en année pleine à partir de 2026, principalement grâce à des initiatives d'optimisation de coûts et à une meilleure efficacité opérationnelle.

Sur la base des informations qui nous ont été délivrées par les parties et au terme d'un examen critique, les synergies de coûts bien identifiées, de nature à permettre au nouvel ensemble fusionné d'atteindre un niveau de rentabilité excédant le niveau de rentabilité actuel de Vantiva et de Home Networks avant fusion, nous sont apparues pertinentes pour étudier la valeur du nouveau groupe.

En retenant l'intégralité des synergies attendues, la valeur du nouveau groupe s'améliore de plus de 100%. L'opération est donc créatrice de valeur pour l'ensemble des actionnaires.

Dans ce contexte, l'opération présente un caractère équitable pour l'ensemble des parties.

ANNEXE 1 – LETTRE DE MISSION

DocuSign Envelope ID: D303CD5A-6545-4151-B2A3-7AEB2A21A113



RSM France
26, Rue Cambacérés
75008 Paris

A l'attention de :
Monsieur Benoît Coustaux
Associé

Paris, le 25 septembre 2023

Cher Monsieur,

Dans le cadre du projet d'acquisition par Vantiva de la branche « Home Networks » du groupe CommScope, après détournage de cette activité (l'« **Activité HN** »), puis du réinvestissement par CommScope (« le **Cédant** »), au moyen de la souscription à une augmentation de capital réservée de Vantiva libérée par compensation avec la créance correspondant au produit de cession de l'Activité HN (l'« **Opération** »), le conseil d'administration du groupe Vantiva, lors de sa réunion du 12 septembre 2023, a décidé d'approuver la nomination d'un expert indépendant en charge d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Opération et son caractère équitable pour les actionnaires de Vantiva et a délégué au Directeur Général le pouvoir de le choisir et de le désigner.

Cette attestation figurera dans le prospectus visé par l'Autorité des marchés financiers (« **AMF** ») qui sera publié par Vantiva avant tenue de l'assemblée des actionnaires appelée à approuver l'augmentation de capital réservée au profit de CommScope (le « **Prospectus** »)

A cette fin, Vantiva a décidé de désigner le cabinet RSM que vous représentez, sur la base de votre proposition de services détaillée.

C'est dans ces conditions que le Président de Vantiva, sur délégation de son conseil d'administration, m'a mandaté aux fins de signer la présente lettre de mission.

1. Objectif de la mission

Page | 1

Entity address
and coordinates to update
in the listing

vantiva.com





Dans ce cadre, le caractère équitable de l'Opération d'un point de vue financier pour les actionnaires de Vantiva, fera l'objet d'une expertise indépendante.

Cette expertise indépendante vise à apprécier du point de vue de l'équité, d'une part la valeur d'acquisition de l'Activité HN du groupe CommScope, d'autre part, à se prononcer compte tenu de cette valeur, sur les conditions de réinvestissement du Cédant dans le capital de Vantiva, au regard des modalités de détermination du prix de souscription et de la valorisation de Vantiva établie selon la méthode d'évaluation multicritère.

Aux termes du projet de contrat d'acquisition, les parties sont d'ores et déjà convenues, sur le fondement du montant des synergies du Cédant et de Vantiva lié à l'intégration de l'Activité HN du Cédant au sein de la division Maison Connectée de Vantiva, que CommScope recevrait :

- une participation dans Vantiva à l'issue de l'Opération, représentant 25 % du capital de Vantiva sur une base entièrement diluée ;
- un montant cumulé maximum earnout de 100 millions de dollars, soumis à l'atteinte par Vantiva (à périmètre constant) d'un EBITDA égal ou supérieur à 400 millions d'Euros dans une année fiscale donnée au cours des 5 ans suivant le premier exercice après la conclusion de l'acquisition. Le paiement annuel de cet earnout ne pourra excéder 50 millions de dollars.

2. Calendrier de la mission

Le calendrier indicatif de la mission serait le suivant :

Date	Action
12 septembre 2023	Conseil d'administration de Vantiva approuvant la nomination d'un expert indépendant et déléguant au Directeur Général le pouvoir de le choisir et de le désigner
Octobre 2023	Réunion de lancement
Mi-octobre 2023	Réunion intermédiaire sur la base d'un premier projet de rapport
Mi-novembre 2023	Réunion en vue de restitution du rapport de l'expert indépendant et de sa présentation au Conseil d'administration de Vantiva

Nous avons compris de nos échanges que vous disposiez des ressources nécessaires pour accomplir cette mission dans les délais impartis, étant précisé qu'une fois désigné, l'expert doit disposer d'un délai suffisant pour élaborer son rapport en fonction de la complexité de l'opération et de la qualité de l'information mise à sa disposition, et que ce délai ne peut être inférieur à vingt jours de négociation.

Ce délai minimum s'entend à compter de la réception de l'ensemble de la documentation nécessaire à l'élaboration de votre rapport. Le calendrier prévu est conforme à ce délai. Ainsi, le rapport de l'expert indépendant serait finalisé fin novembre 2023 selon le calendrier indicatif susvisé.





Vous vous engagez à nous prévenir rapidement si vous vous heurtiez à des difficultés pour tenir ce calendrier, l'objectif de Vantiva étant de tenir une assemblée générale en vue de l'approbation de l'augmentation de capital réservée mentionnée ci-dessus avant la fin de l'année 2023.

3. Cadre de votre mission

Sur une base volontaire, vos diligences seront effectuées en respectant les dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application n°2006-08 relative à l'indépendance, elle-même complétée de la recommandation n°2006-15 de l'AMF relative à l'expertise indépendante.

Pour la mise en œuvre de vos diligences, sera mise à votre disposition la documentation juridique relative à l'Opération à la seule fin de collecter les informations utiles à votre mission.

Vous pourrez vous entretenir avec le management et adresser vos questions à Vantiva pour appréhender le contexte de l'Opération, comprendre sur la base du plan d'affaire, les perspectives de synergies et de prévisions financières de Vantiva qui en découlent, et disposer de l'information utile à votre mission aux fins de réaliser l'approche multicritère de manière homogène selon la méthodologie décrite ci-après, s'agissant à la fois de l'Activité HN détournée de CommScope et de la société Vantiva.

Vous pourrez également prendre connaissance des modalités de détermination du prix de souscription des actions Vantiva dans le cadre de l'augmentation de capital réservée au Cédant afin de pouvoir rendre votre opinion à cet égard.

Vous bénéficierez dans le cadre de vos travaux du support de la Banque d'Angelin à laquelle vous pourrez soumettre vos questions et requérir ses études quant à la valorisation de l'Activité HN et de Vantiva sur lesquelles vous porterez l'appréciation critique inhérente à votre mission.

Vous pourrez être conduit dans le cadre de l'examen par l'AMF du Prospectus à devoir répondre à des questions quant à l'attestation d'équité que vous aurez rendue et qui comme indiqué plus haut figurera dans ledit Prospectus.

4. Méthodologie envisagée

L'évaluation de Vantiva et de la division « Home Networks » du groupe CommScope seront effectués selon l'application d'une approche multicritère, telle que prescrite par l'AMF

A ce titre, les méthodes d'évaluation suivantes pourraient, le cas échéant, être appliquées :

1. Prise de connaissance détaillée de l'Opération envisagée, des modalités et des contextes spécifiques dans lesquels elle se situe ;
2. Détermination et mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritère du groupe Vantiva comprenant notamment :
 - Revue des valorisations proposée dans le cadre de l'Opération (méthodes, paramètres, etc);
 - Analyse des risques et opportunités identifiés pour Vantiva susceptibles d'affecter sa valorisation, dont la synthèse étant présentée sous la forme de matrice SWOT ;
 - Choix motivé des critères d'évaluation (exclus/retenus) ;
 - Analyse de l'évolution du cours de bourse sur une période pertinente ;
 - Examen de la performance financière historique du groupe Vantiva ;





- Analyse de l'information publique incluant la revue des notes d'analystes ;
 - Analyse du plan d'affaires avec le management opérationnel, intégrant l'identification des hypothèses clés considérées et l'appréciation de leur pertinence incluant les synergies attendues de l'intégration de l'Activité HN dans la division Maison Connectée de Vantiva, permettant la mise en œuvre d'une modélisation des flux futurs de trésorerie actualisés au taux jugé pertinent (Discounted cash flows ou DCF) ;
 - Identification des comparables boursiers et transactionnels et exploitation de l'information disponible les concernant (si pertinent) ;
 - Examen des transactions intervenues précédemment sur le capital de la société Vantiva ;
 - Analyse de sensibilité des paramètres structurants identifiés et des principaux paramètres de marché jugés opportuns (taux d'actualisation, taux de croissance à l'infini...).
3. Détermination et mise en œuvre d'une approche d'évaluation multicritère de l'Activité HN transférée du groupe CommScope comprenant notamment :
- Analyse des risques et opportunités identifiés par CommScope susceptibles d'affecter la valorisation de l'Activité HN ;
 - Choix motivé des critères d'évaluation (exclus/retenus) ;
 - Examen des comptes détournés de la branche d'activité reprise ;
 - Analyse du plan d'affaires avec le management opérationnel, intégrant l'identification des hypothèses clés considérées et l'appréciation de leur pertinence, permettant la mise en œuvre d'une modélisation des flux futurs de trésorerie actualisés au taux jugé pertinent (Discounted cash flows ou DCF) ;
 - Identification des comparables boursiers et transactionnels et exploitation de l'information disponible les concernant (si pertinent) ;
 - Examen de la valeur de transaction et des méthodes de détermination de cette valeur ;
 - Analyse de sensibilité des paramètres structurants identifiés et des principaux paramètres de marché jugés opportuns (taux d'actualisation, taux de croissance à l'infini...).
4. Analyse critique des éléments et études qui vous seront transmis concourant à la valorisation de Vantiva et de l'Activité HN transférée par CommScope ;
5. Au regard de l'analyse qui précède, appréciation critique du pourcentage de capital de Vantiva sur une base diluée réservée au Cédant tel que convenu entre le Cédant et Vantiva aux termes de leurs accords, le montant souscrit par CommScope et le réinvestissement par le Cédant du produit de la cession de l'Activité HN (s'assimilant à une parité d'échange) ;
6. Analyse critique des modalités de détermination du prix de souscription de l'augmentation de capital réservée ;
7. Analyse des éventuels accords et opérations connexes susceptibles d'avoir un impact significatif sur l'Opération ;
8. Prise en compte des observations éventuellement formulées par les actionnaires minoritaires et des questions de l'AMF dans le cadre du visa du Prospectus ;
9. Restitution au fur et à mesure de nos travaux auprès de Vantiva ;
10. Etablissement d'un rapport, dont les conclusions sont présentées sous la forme d'une attestation d'équité sur les conditions financières de l'Opération et son caractère équitable pour les actionnaires de Vantiva.

5. Conflits d'intérêts





Nous avons compris que Monsieur Benoît Coustaux et que le cabinet RSM France sont indépendants des sociétés concernées ainsi que de leurs actionnaires. Ils n'ont pas de lien juridique ou financier avec les sociétés concernées et ne se trouvent dans aucune des situations de conflit d'intérêt telles que visées à l'article 1 de l'instruction 2006-08 de 25 juillet 2006 telle que modifiée le 10 février 2020, prise en application du titre VI du livre II du Règlement Général de l'AMF.

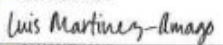
Vous nous avez notamment précisé que RSM France, comme ses associés et collaborateurs affectés à la mission décrite dans la présente lettre :

- N'entretiennent pas de liens juridiques ou en capital avec les sociétés et personnes concernées par l'Opération ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- N'ont conseillé aucune des sociétés concernées par l'Opération, ou toute personne que ces sociétés ou personnes physiques contrôlent, au sens de l'article L233-3 du Code de commerce au cours des dix-huit derniers mois ;
- N'ont procédé à aucune évaluation pour le compte de Vantiva ou de CommScope au cours des dix-huit derniers mois ;
- Ne détiennent aucun intérêt dans la réussite de l'Opération, ni créance ou dette sur l'une quelconque des personnes morales ou physiques concernées par l'Opération ou sur l'une quelconque des personnes contrôlées par les personnes concernées par l'Opération.

Et que vous attestiez donc de l'absence de tout lien avec les personnes concernées, susceptible d'affecter leur indépendance et l'objectivité de leur jugement lors de l'exercice de la mission décrite dans la présente lettre.

Si les termes de la présente lettre vous agréent, je vous remercie de bien vouloir nous retourner un exemplaire signé de votre part avec la mention « bon pour accord »

Je vous prie de croire, cher Monsieur, à l'expression de nos salutations distinguées.

DocuSigned by:

C:14A096784C94B1...
Monsieur Luis Martinez-Amago
Chief Executive Officer

Bon pour accord

RSM
RSM France
Experts Comptables - Commissaires aux Comptes
26, rue Cambacérès - 75008 PARIS
Tél. : 01 47 63 67 00 - Fax : 01 47 63 69 00
RCS Paris 800 709 891



ANNEXE 2 – PROGRAMME DE TRAVAIL

Travaux préliminaires de prises de connaissance

- Tenue d'entretiens à différentes reprises avec les dirigeants, les responsables opérationnels et les conseils externes ;
- Prise de connaissance détaillée de l'Acquisition envisagée, des modalités juridiques, financières, et des contextes spécifiques dans lesquels elle se situe ;
- Compréhension des modèles économiques de Vantiva et de l'activité HN de CommScope ;
- Familiarisation et analyse des informations publiques et réglementées concernant Vantiva et CommScope ;
- Prise de connaissance des travaux réalisés par les Conseils externes des parties dans le contexte de l'Acquisition ;
- Consultation de notre documentation sectorielle ainsi que des extractions de nos bases de données financières relatives aux activités exercées par Vantiva et la branche HN de CommScope dans leur environnement concurrentiel ;
- Etudes des marchés des équipements télécoms, des supports de médias, et du positionnement de Vantiva et de CommScope sur ces marchés ;
- Consultation des procès-verbaux du Conseil d'Administration et des Assemblées Générales des deux parties ;
- Etude du Projet de Note d'Opération ;
- Prise de connaissance des rapports de due diligence financières réalisées sur le périmètre HN ;

Travaux de valorisation

- Revue des performances financières de Vantiva et du périmètre HN de CommScope ;
- Lecture des notes d'analystes en charge du suivi de l'action Vantiva et exploitation du consensus qui s'en dégage à moyen terme ;
- Analyse des effets d'événements et de communiqués significatifs de Vantiva sur l'historique du cours de bourse et des volumes échangés de l'action Vantiva ;
- Etude de la contribution des divisions opérationnelles à l'activité, à la rentabilité et à la structure bilantielle du Groupe, par référence notamment au document d'enregistrement universel incluant le rapport financier de l'exercice 2022 ;
- Analyse et exploitation des données budgétaires et prévisionnelles à moyen terme de Vantiva et du périmètre HN, et mise en perspective de ces projections avec l'historique des performances financières et les prévisions sectorielles ;
- Analyse et exploitation de la documentation mise à disposition par les parties de l'Acquisition et des réponses aux requêtes documentaires ;
- Constitution d'un panel de comparables boursiers ;
- Recherche de références transactionnelles ;
- Evaluation multicritères de Vantiva et de HN ;
- Comparaison de l'évaluation RSM de Vantiva et du périmètre HN avec les travaux de valorisation réalisés par les parties de l'Acquisition.

Administration de la Mission et élaboration du Rapport

- Tenue de réunions et entretiens téléphoniques
- Rédaction de la lettre d'affirmation
- Rédaction et Présentation du Rapport comportant l'attestation d'équité
- Gestion des échanges avec l'AMF
- Rédaction du Rapport.

ANNEXE 3 – PRINCIPALES SOURCES D'INFORMATIONS

Documentation relative à l'Acquisition

Informations juridiques

- Projet d'amendement au Document d'enregistrement universel 2022 (4 novembre 2023)
- *Call Option Agreement* (2 octobre 2023)
- *Purchase Agreement* [projet non-daté]
- Projet de Note d'Opération (9 octobre 2023)

Informations comptables et financières

- Eléments de valorisation des Titres de Vantiva et HN par les parties et les Conseils impliqués dans l'Acquisition

Documentation relative à Vantiva

Informations juridiques

- Kbis
- Statuts
- Procès-verbaux du Conseil d'Administration
- Procès-verbaux des Assemblées Générales
- Communiqués de presse

Informations comptables et financières

- Comptes financiers consolidés 2018
- Comptes financiers consolidés 2019
- Comptes financiers consolidés 2020
- Comptes financiers consolidés 2021
- Comptes financiers consolidés 2022
- Document de référence 2016
- Document de référence 2017
- Document de référence 2018
- Document d'enregistrement universel 2019
- Document d'enregistrement universel 2020
- Document d'enregistrement universel 2021
- Document d'enregistrement universel 2022
- Présentation des clients et du marché internes de Vantiva (2023)
- *Business plan* Groupe FY23-28 (2023)
- *Reporting Management* FY18-22 + YTD 09/23 (septembre 2023)
- Notes d'analystes en charge du suivi de l'action (2023)
- *Vantiva Budget Representation FY23-25* (6 mars 2023)
- *Vantiva Reforecast 9+3 Audit Committee* (24 octobre 2023)
- *Vantiva S.A Credit Rating* (15 mars 2023)
- Table de capitalisation (30 septembre 2023)

Documentation relative à CommScope

Informations juridiques

- Organigramme de la structure de CommScope
- *Preliminary Disposition Strawman – Structure Memo* (19 septembre 2023)

Informations comptables et financières

- *CommScope 2021 Annual Report*
- *CommScope 2022 Annual Report*
- *CommScope Home Networks Business Overview* (octobre 2023)
- Comptes financiers détournés HN 2020
- Comptes financiers détournés HN 2021
- Comptes financiers détournés HN 2022
- *CommScope Budget FY23* (avril 2023)
- *Business plan* HN FY23-27 (avril 2023)
- *Transaction Consideration Assessment – Valuation Models* (octobre 2023)
- *Financial Due Diligence Report*, PwC (11 avril 2023)
- *Financial and Separation Due Diligence Red Flag Report*, Eight Advisory (28 avril 2023)

Autre documentation sectorielle et financière exploitée par RSM

- Statista, *Number of Internet of Things (IoT) connected devices worldwide*, 2023
- ITU, *Measuring digital development, (Facts and Figures 2022)*
- Rohde & Schwarz, *Actualités 211/14 : Caractérisation d'antennes précises*
- Xerfi, *La fabrication d'équipements de télécommunication*, 2023
- Xerfi, *L'industrie mondiale du divertissement*, 2021
- Boston Consulting Group, *Home Networks & Devices Market Study*, march 2023

Sites d'informations

Parties prenantes à l'Opération

- Vantiva, <https://www.vantiva.com>
- CommScope, <https://www.commscope.com>

Comparables boursiers

- Arcadyan, <https://www.arcadyan.com>
- Hitron, <https://www.hitrontech.com>
- Sercomm, <https://www.sercomm.com>

Autres sites

- AMF, <https://www.amf-france.org/fr>

Bases de données

- Epsilon Research
- Refinitiv Eikon
- Statista
- Xerfi

ANNEXE 4 – PRESENTATION DES COMPARABLES BOURSIERS

Ticker	Nom	Pays	Description de l'activité
3596.TW	Arcadyan Technology Corp	Taiwan	Arcadyan Technology Corp is a Taiwan-based company principally engaged in the research, development, manufacture and sale of wireless local area network (LAN) products and broadband wireless gateways. The Company's main products include wireless LAN products, integrated digital home and mobile office multimedia gateways and wireless audio and video products. The Company distributes its products in domestic market and to overseas markets.
2419.TW	Hitron Technologies Inc.	Taiwan	Hitron Technologies Inc. is a Taiwan-based company mainly engaged in the development, manufacture and distribution of network communication equipment. The Company provides broadband central processing elements (CPEs), cable modems, cable routers, cable modem modules, upstream noise blockers, downstream signal and video quality monitors, fiber optic data access concentrators, digital convergence gateways and others. The Company distributes its products mainly within Taiwan market and to overseas markets, including the rest of Asia, the Americas, Europe and other areas.
5388.TW	Sercomm Corp	Taiwan	SerComm Corp is a Taiwan-based company principally engaged in the research, development, manufacture and distribution of wireless network products and wired network products. The Company's main products include fixed-line and mobile convergence products, home broadband access equipment, commercial Netcom equipment, IoT-related applications and others. The Company mainly distributes its products in the domestic market and overseas markets, such as the Americas, Asia and Europe.

ANNEXE 5 – PRESENTATION DE L'ECHANTILLON CH & HN POUR LE CALCUL DU WACC (1/2)

Ticker	Nom	Pays	Description de l'activité
Pure players			
3596.TW	Arcadyan Technology Corp	Taiwan	Arcadyan Technology Corp is a Taiwan-based company principally engaged in the research, development, manufacture and sale of wireless local area network (LAN) products and broadband wireless gateways. The Company's main products include wireless LAN products, integrated digital home and mobile office multimedia gateways and wireless audio and video products. The Company distributes its products in domestic market and to overseas markets.
5388.TW	Sercomm Corp	Taiwan	SerComm Corp is a Taiwan-based company principally engaged in the research, development, manufacture and distribution of wireless network products and wired network products. The Company's main products include fixed-line and mobile convergence products, home broadband access equipment, commercial Netcom equipment, IoT-related applications and others. The Company mainly distributes its products in the domestic market and overseas markets, such as the Americas, Asia and Europe.
0751.HK	Skyworth Group Ltd	Hong Kong	The Company operates its business through four segments. The Multimedia Business segment is engaged in the manufacture and sales of smart TV systems in China and overseas markets, as well as the provision and sales of Internet value-added services of Coocaa system. The Smart System Technology Business segment is engaged in the manufacture and sales of home access systems, intelligent manufacturing, automotive electronic systems, lighting products, security systems and other electronic products. The New Energy Business segment is engaged in the sales and installation of distributed photovoltaic power stations for residential use in the client retail sector in the China market. The Smart Appliances Business segment is engaged in the manufacture and sales of smart white goods, smart air conditioners, smart refrigerators, smart kitchen appliances and others.
115160.KQ	Humax Co Ltd	Korea; Republic (S. Korea)	HUMAX Co., Ltd. is a Korea-based company engaged in the manufacture and marketing of set-top boxes (STBs). The Company provides digital STBs, which are used as broadcasting receivers, including high-definition (HD) satellite STBs, personal video recorder (PVR) STBs, cable HD PVRs and satellite HD PVRs. The company provides its products under the brand name of HUMAX. The Company distributes its products within domestic market and to overseas markets, including Asia, America, Europe, the Middle East, Latin America and others.
019490.KS	Hitron Systems Inc	Korea; Republic (S. Korea)	HITRON SYSTEMS INC. is a Korea-based company engaged in the manufacture and distribution of security products. The Company mainly provides closed circuit television (CCTV) surveillance systems, including Internet protocol (IP) surveillance products, cameras, digital video recorders (DVRs), monitors, controllers, observation systems, video cassette recordings (VCRs), lenses and other accessories. In addition, the Company is engaged in the operation of security system integration (SI) business, which provides security equipment and surveillance systems. The Company distributes its products to government and public institutions, such as railways, airports and ports, as well as to the overseas markets.
078890.KQ	Kaon Group Co Ltd	Korea; Republic (S. Korea)	Kaon Group Co Ltd, formerly KAON Media Co Ltd, is a Korea-based company primarily engaged in the manufacture and sale of artificial intelligence solutions, over-the-top (OTT) services, network devices and integrated solutions. The Company operates its business through two segments. The Over-the-Top business segment is engaged in the provision of artificial intelligence and digital broadcasting reception services. The Network Business segment is engaged in the provision of broadband services.

ANNEXE 5 – PRESENTATION DE L'ECHANTILLON CH & HN POUR LE CALCUL DU WACC (2/2)

Ticker	Nom	Pays	Description de l'activité
Multi-sectoral companies			
ERICB.ST	Telefonaktiebolaget LM Ericsson	Sweden	Telefonaktiebolaget LM Ericsson (Ericsson) provides infrastructure, services and software to the telecommunication industry and other sectors. The Company's segments include Network & Cloud and Media. The Network & Cloud segment consists of two business units: Network Products and Network Services. The overall focus is on evolving and managing access networks, including the development of hardware and software for radio access and transport networks. The IT & Cloud business includes two business units: IT & Cloud Products and IT & Cloud Services. The focus in IT & Cloud is to help telecom operators and selected enterprises through the digital transformations ahead. It develops and delivers software-based solutions for television and media and combines a product portfolio that spans the television value chain, with systems integration and managed services. The portfolio includes compression, content publishing through set-top box or pure over-the-top, content delivery and analytics.
NOKIA.HE	Nokia Oyj	Finland	Nokia Oyj is a Finland-based company engaged in the network and Internet protocol (IP) infrastructure, software, and related services market. The Company's businesses include Nokia Networks and Nokia Technologies. The Company's segments include Ultra Broadband Networks, IP Networks and Applications, and Nokia Technologies. The Ultra Broadband Networks segment comprises Mobile Networks and Fixed Networks operating segments. The IP Networks and Applications segment comprises IP/Optical Networks and Applications & Analytics operating segments. The Applications & Analytics operating segment offers software solutions spanning customer experience management, network operations and management, communications and collaboration, policy and charging, as well as Cloud, Internet of Things (IoT), security, and analytics platforms that enable digital services providers and enterprises to accelerate and optimize their customer experience. The Company has Comptel Oyj among its subsidiaries.
002502.SZ	Dingdong Culture Co Ltd	China	Dingdong Culture Co., Ltd., formerly Huawei Culture Co., Ltd., is a China-based company, principally engaged in the manufacture of film and television plays, and the design, development, production and distribution of kinds of toys and game products. The Company provides smart toys, plastic toys, model toys, cartoon and other toys. The Company distributes its products in domestic market and to overseas markets.
2342.HK	Comba Telecom Systems Holdings Ltd	Hong Kong	Comba Telecom Systems Holdings Ltd is an investment holding company mainly engaged in the provision of wireless telecommunication network system equipment and services. The Company operates its business through two segments. The Wireless Telecommunications Network System Equipment and Services segment is engaged in the research, development, manufacture and sale of wireless telecommunication network system equipment. The Segment is also engaged in the provision of related engineering services. The Operator Telecommunication Services segment is engaged in the provision of operator telecommunication services and value-added services.
CSCO.O	Cisco Systems Inc	United States of America	Cisco Systems, Inc. designs and sells a range of technologies that power the Internet. It is integrating its platforms across networking, security, collaboration, applications and the cloud. Its segments include the Americas; Europe, Middle East, and Africa (EMEA), and Asia Pacific, Japan, and China (APJC). Its product categories include Secure, Agile Networks; Internet for the Future; Collaboration; End-to-End Security; Optimized Application Experiences, and Other Products. Secure, Agile Networks consists of its core networking technologies of switching, enterprise routing, wireless, and compute products. Internet for the Future consists of its routed optical networking, public fifth generation (5G), silicon, and optics solutions. Collaboration consists of its meetings, collaboration devices, calling, contact center and communication platform as a service (CPaaS) offering. End-to-End Security consists of cloud and application security, industrial security and other offering.
6285.TW	Wistron NetWeb Corp	Taiwan	Wistron NetWeb Corporation is a Taiwan-based company principally engaged in the research, development, manufacture, sales and import and export trading of wireless communications products. The Company's main products include satellite communications products, mobile and home communications products and other wireless communications products. The Company distributes its products to the Americas, Asia, Europe and other markets.
HLIT.O	Harmonic Inc.	United States of America	Harmonic Inc. is a provider of video delivery software, products, system solutions, and services. The Company enables its customers to create, prepare, store, playout and deliver a full range of broadcast and streaming video services to consumer devices, including televisions, personal computers, laptops, tablets and smart phones and broadband access solutions that enable broadband operators to deploy high-speed internet, for data, voice and video services to consumers homes. The Company operates through two segments: Video and Broadband. The Video business sells video processing and production and playout solutions and services to cable operators and satellite and telco Pay-TV service providers (collectively referred as service providers) and to broadcast and media companies, including streaming media companies. The Broadband business provides broadband access solutions and related services, including its CableOS software-based broadband access solution to broadband operators globally.
0763.HK	ZTE	China	ZTE Corp is a China-based company principally engaged in the design, development, production, distribution and installation of a range of Information and Communication Technology (ICT) related systems, equipment and terminals. The Company mainly operates its business through three segments. Carriers' Network segment mainly provides wireless network, wired network, core network and telecommunication software systems and services, as well as other technologies and product solutions. Government and Corporate segment provides the government and corporate information projects with top-level design, consulting services and integrated information solutions. Consumer segment is mainly involved in the development, production and sale of smart phones, mobile data terminals, family terminals and wearable devices, as well as the provision of related software applications and value-added services.
039560.KQ	Dasan Networks	Korea; Republic (S. Korea)	DASAN Networks, Inc. is a Korea-based company mainly engaged in the provision of network communication equipment. The Company mainly provides switches and digital subscriber line (xDSL) solutions, which enable wire-speed transmissions required for managing high-density data switching applications; fiber to the X (FTTx) solutions, which enable service providers to deliver bandwidth solutions; triple play service (TPS) devices, including Internet protocol (IP) set-top boxes (STBs), wireless fidelity (Wi-Fi) phones, desktop phones, IP phones and others, as well as gigabit Ethernet line cards, software and others. The Company distributes its products within domestic market and to overseas markets.

ANNEXE 6 – PRESENTATION DE L'ECHANTILLON SCS POUR LE CALCUL DU WACC (1/3)

Ticker	Nom	Pays	Description de l'activité
Entertainment			
WBD.O	Warner Bros Discovery Inc	United States of America	Warner Bros. Discovery, Inc. is a global media and entertainment company. The Company operates through three segments: Studios, Networks, and DTC. The Studios segment consists of the production and release of feature films for initial exhibition in theaters, production, and initial licensing of television programs to third parties. It also includes networks/DTC services, distribution of its films and television programs to various third party and internal television and streaming services, distribution through the home entertainment market (physical and digital), related consumer products and themed experience licensing, and interactive gaming. The Networks segment primarily consists of its domestic and international television networks. The DTC segment primarily consists of its premium pay-TV and streaming services. The Company's brands and franchises include Warner Bros. Pictures Group, Warner Bros. Television Group, DC, HBO, HBO Max, Discovery Channel, discovery+, and CNN.
DIS	Walt Disney Co	United States of America	The Walt Disney Company is a worldwide entertainment company. The Company's segments include Disney Media and Entertainment Distribution (DMED), and Disney Parks, Experiences and Products (DPEP). The DMED segment encompasses the Company's global film and episodic television content production and distribution activities. The Company's DMED's lines of business consists of Linear Networks, Direct-to-Consumer and Content Sales/Licensing. The Company's DPEP segment business consists of sale of admissions to theme parks, the sale of food, beverage and merchandise at its theme parks and resorts, sales of cruise vacations, sales and rentals of vacation club properties, royalties from licensing its intellectual properties (IP) for use on consumer goods and the sale of branded merchandise. The Company's Content Sales/Licensing business consist of selling film and episodic television content in the television and subscription video-on-demand (TV/SVOD) and home entertainment markets.
UMG.AS	Universal Music Group NV	Netherlands	Universal Music Group NV is a company based in the Netherlands which is mainly engaged in music entertainment. The Company is focused on the discovery and development of artists and songwriters and the marketing, promotion, distribution, sales and licensing of audio and audio-visual content. Universal Music Group N.V. includes music publishing companies Universal Music Publishing Group. Its recorded music catalog consists more than three million recordings includes a wide array of performers such as ABBA, Louis Armstrong, The Beatles, The Beach Boys, The Bee Gees, Ariana Grande, Imagine Dragons, Lady Gaga, James Brown, Bon Jovi, Neil Diamond, Marvin Gaye, Drake, Billie Eilish, Eminem, Selena Gomez, Guns N' Roses, Elton John, Bob Marley, Paul McCartney, Nirvana, Luciano Pavarotti, Queen, The Rolling Stones, Frank Sinatra, U2, Amy Winehouse and Stevie Wonder, among others.
UBIP.PA	Ubisoft Entertainment SA	France	Ubisoft Entertainment SA is a France-based company active in the video game industry by developing, publishing and distributing video games for consoles, PCs (personal computers), smartphones and tablets in both physical and digital formats. It owns several brands and a diversified portfolio of franchises, including Assassin's Creed, The Crew, Far Cry, For Honor, Tom Clancy's Ghost Recon, Tom Clancy's Rainbow Six Siege, Tom Clancy's The Division and Watch Dogs. The Company, through its subsidiaries is active globally.
EA.OQ	Electronic Arts Inc	United States of America	Electronic Arts Inc. is a digital interactive entertainment company. The Company develops, markets, publishes, and delivers games, content and services that can be played by consumers on a range of platforms, which include game consoles, personal computers (PCs), mobile phones and tablets. Its portfolio includes brands that it either wholly owns, such as Apex Legends, Battlefield, and The Sims or licenses from others, such as Madden NFL, Star Wars, and the 300 plus licenses within its global football ecosystem. The Company develops and publishes games and services across diverse genres, such as sports, racing, first-person shooter, action, role-playing and simulation. The Company markets and sells its games and services through retail channels and through digital distribution channels. The Company also offers live services, including content, subscription offerings and sale of its base games and free-to-play games.
7974.T	Nintendo Co Ltd	Japan	Nintendo Co., Ltd. is mainly engaged in the development, manufacture and sale of entertainment products in home entertainment field. The Company's main products include game machines such as portable and console game machines and software, as well as Trump and Carta (Japanese-style playing cards). The console game machines are hardware and software for mobile games and home console games, developed by the Company and its affiliates, manufactured mainly by the Company, and sold mainly by the affiliates overseas.
PARA.O	Paramount Global	United States of America	Paramount Global is a global media, streaming and entertainment company that creates content for audiences worldwide. The Company's segments include TV Media, Direct-to-Consumer and Filmed Entertainment. The TV Media segment consists of its domestic and international broadcast networks and owned television stations; domestic and international extensions of its cable networks, and domestic and international television studio operations, and production and distribution of first-run syndicated programming. The Direct-to-Consumer segment consists of its portfolio of domestic and international pay and free streaming services. The Filmed Entertainment segment consists of its production and acquisition of films, series and short-form content for release and licensing in media around the world, including in theaters, on streaming services, on television, and through digital home entertainment and digital versatile discs (DVDs).

ANNEXE 6 – PRESENTATION DE L'ECHANTILLON SCS POUR LE CALCUL DU WACC (2/3)

Ticker	Nom	Pays	Description de l'activité
Supply Chain/Logistics			
POST.M	Oesterreichische Post AG	Austria	Oesterreichische Post AG (Austrian Post) is an Austria-based logistics and services company in letter mail and parcel segments. The Company operates, along with its subsidiaries, in three business divisions: the Mail & Branch Network Division focuses on letters, and offers services, including acceptance, sorting and delivery of letters, addressed and unaddressed direct mail items, newspapers and regional media, as well as a range of complementary services relating to letters; the Parcel & Logistics division covers acceptance, sorting and delivery of parcels and express mail items, an offering of specialty logistics, such as combined freight, pharmaceutical and temperature-controlled logistics and value logistics, and the Corporate division involves the management of commercial properties owned by the Company, information technology (IT) support services, financing and administrative activities, as well as the administration of the internal labor market of Austrian Post.
DSV.CO	DSV A/S	Denmark	DSV A/S, formerly DSV Panalpina A/S, is a Denmark-based company engaged in the transportation and logistics services. The Company's operations are divided into three business segments: The Air and Sea service, which provides air and sea freight services across the globe; The Road, that provides road freight services across Europe, North America and South Africa and The Solutions segment, which offers contract logistics services, including warehousing and inventory management, across the globe. The Company operates worldwide.
RLGT.A	Radiant Logistics Inc	United States of America	Radiant Logistics, Inc. operates as a third-party logistics company, providing technology-enabled global transportation and value-added logistics services in the United States and Canada. It provides domestic and international freight forwarding along with truck and rail brokerage services to a diversified account base, including manufacturers, distributors and retailers that have agent-owned offices throughout North America and other markets around the world. Its value-added logistics services include warehouse and distribution, customs brokerage, order fulfillment, inventory management, and technology services. It serves various industries, such as consumer goods, food and beverage, electronics and high-tech, aviation and automotive, military and government, and manufacturing and retail customers. As a third-party logistics provider, its primary business operations involve arranging the shipment, on behalf of its customers, of materials, products, equipment and other goods.
CHRW.OQ	CH Robinson Worldwide Inc	United States of America	C.H. Robinson Worldwide, Inc. is a global logistics company. The Company operates through two segments: North American Surface Transportation (NAST) and Global Forwarding. NAST provides transportation and logistics services across North America through a network of offices in the United States, Canada, and Mexico. The primary services provided by NAST include truckload and less than truckload (LTL) transportation brokerage services. Its Global Forwarding segment provides transportation and logistics services through an international network of offices in North America, Europe, Asia, Oceania, and South America and also contracts with independent agents worldwide. The primary services provided by Global Forwarding include ocean freight services, air freight services, and customs brokerage. The Company through, Robinson Fresh, provides sourcing services that primarily include the buying, selling, and/or marketing of fresh fruits, vegetables, and other value-added perishable items.
EXPD.OQ	Expeditors International of Washington Inc	United States of America	Expeditors International of Washington, Inc. provides a full suite of global logistics services, offering customers an international network of people and integrated information systems to support the movement and positioning of goods. The Company, as a third-party logistics provider, purchases cargo space from carriers, such as airlines, ocean shipping lines, and trucking lines on a volume basis and resell that space to its customers. It provides a range of transportation services and customer solutions, such as customs brokerage, order management, warehousing and distribution, temperature-controlled transit, cargo insurance, specialized cargo monitoring and tracking, and other customized logistics. Its primary services include airfreight services, ocean freight and ocean services, and customs brokerage and other services. In addition, its Project Cargo unit handles special project shipments that move via a single method or combination of air, ocean, and/or ground transportation.
FWRD.OQ	Forward Air Corp	United States of America	Forward Air Corporation is an asset-light freight and logistics company. The Company provides less-than-truckload (LTL), final mile, truckload and intermodal drayage services across the United States and in Canada. The Company offers premium services that require precision execution, such as expedited transit, delivery during tight time windows and special handling. The Company's Expedited Freight segment operates a national network that provides expedited regional, inter-regional and national LTL services. Expedited Freight segment offers customers local pick-up and delivery and other services, including final mile, truckload, shipment consolidation and deconsolidation, warehousing, customs brokerage and other handling services. Its Intermodal segment provides first- and last-mile high value intermodal container drayage services both to and from seaports and railheads. The Intermodal segment also offers contract and container freight station (CFS) warehouse and handling services.
HUBG.OQ	Hub Group Inc	United States of America	Hub Group, Inc. is a supply chain solutions provider, which offers comprehensive transportation and logistics management services. The Company's service offerings include a full range of freight transportation and logistics services, some of which are provided by assets the Company owns and operates, and some of which are provided by third parties with whom it contracts. Its transportation services include intermodal, truckload, less-than-truckload (LTL), flatbed, temperature-controlled, dedicated and regional trucking. Its logistics services include full outsource logistics solutions, transportation management services, freight consolidation, warehousing and fulfillment, final mile delivery, parcel and international services. The Company serves a diversified customer base in a range of industries, including retail, consumer products and durable goods.
IDL.PA	ID Logistics SAS	France	ID Logistics SAS is a France-based company engaged in the logistics industry. It specializes in the supply of logistics and transportation services. The Company performs the logistics and supply chain optimization services for European manufacturers and French retailers. Another business segments using its services belong to the Cosmetics and E-business, as well as Food and Beverage industry. The Company offers its customers a range of services for their supply chain, such as warehousing, temperature controlled logistics and e-business. It offers value added services including Stock Management, Packaging, Order fulfillment, Quality control, Co-packing, Pooling and Suppliers consolidation center. The Company's business unit La Fileche Cavallonnaise owns its fleet of truck, and offers transportation, organization and optimization services. It has a presence in France and abroad, such as Brazil, China and Russia, among others. In July 2013, it finalized acquiring CEPL.
IDS.L	International Distributions Services PLC	United Kingdom	International Distributions Services plc is a United Kingdom-based provider of postal and delivery services. The Company also provides designated universal postal service in the United Kingdom. The Company's subsidiary, Royal Mail Group Limited, comprises the Company's United Kingdom and international parcels and letters delivery businesses operating under the Royal Mail and Parcelforce Worldwide brands. Through the Royal Mail Core Network, the Company delivers a one-price-goes-anywhere service on a range of parcels and letters products. Royal Mail has the capability to deliver to approximately 31 million addresses in the United Kingdom, six days a week (excluding United Kingdom public holidays). Parcelforce Worldwide operates a separate United Kingdom network, which collects and delivers express parcels. The Company also owns General Logistics Systems (GLS), which operates a ground-based, deferred parcel delivery networks in Europe.
DXDXL	DX (Group) PLC	United Kingdom	DX (Group) plc is a United Kingdom-based provider of a range of delivery services to both business and residential addresses across the United Kingdom and Ireland. The Company is engaged in the provision of delivery solutions, including parcel, freight, secure, courier, and logistics services. The Company operates through two segments: DX Freight and DX Express. The DX Freight segment comprises DX 1-Man, DX 2-Man and Logistics. This segment specializes in the delivery of irregular dimension and weight freight (DW). The DX Express segment comprises DX Parcels and DX Exchange and Mail. This segment specializes in the express delivery of parcels and documents. It provides a specialist exchange network service for legal and commercial documents, as well as for medical specimens. The Company's IDW delivery services to business and home addresses for items over 25 kilograms (kg). Its next day delivery service to business and home addresses for items under 25kg in weight.

ANNEXE 6 – PRESENTATION DE L'ECHANTILLON SCS POUR LE CALCUL DU WACC (3/3)

Ticker	Nom	Pays	Description de l'activité
Manufacturing/Packaging			
SKG.I	Smurfit Kappa Group PLC	Ireland; Republic of	Smurfit Kappa Group PLC is an Ireland-based provider of paper-based packaging. The Company is an integrated paper and paperboard manufacturer and converter whose operations are divided into Europe and the Americas. Its segments include Europe and the Americas. The Europe and the Americas segments are each integrated. They include a system of mills and plants that primarily produce a full line of containerboard that is converted into corrugated containers within each segment. In addition, the Europe segment also produces other types of paper, such as solid board, sack kraft paper, machine glazed (MG) and graphic paper, and other paper-based packaging, such as honeycomb, solid board packaging and folding cartons; and bag-in-box packaging. The Americas segment comprises forestry; other types of paper, such as boxboard and sack paper; and paper-based packaging, such as folding cartons, honeycomb and paper sacks. It serves sectors, including automotive, bakery, pet food and others.
SMDS.L	DS Smith PLC	United Kingdom	DS Smith Plc is a provider of sustainable packaging solutions, paper products, and recycling services around the world. The Company's products and services include packaging solutions, recycling services, paper products, point of sales display solutions and packaging machinery. Its retail packaging includes transport and transit packaging, retail and shelf ready packaging and consumer packaging. Its industrial packaging includes transport and transit, heavy duty packaging, fiber-based pallets, automotive standard packaging, multi-material packaging and dangerous goods packaging. Its recycling and waste management services include total waste management, cardboard recycling, paper recycling, plastics recycling, and confidential shredding. Its paper products include specialty papers, coated papers, dual-use grades, medium/fluting grades, kraft liners, white liners, and brown liners. Its point of sales display solutions include Toblerone displays, Parasite Displays, and others.
MNDLL	Mondi PLC	United Kingdom	Mondi PLC is a United Kingdom-based packaging and paper company. The Company's business is integrated across the packaging and paper value chain, from managing forests and producing pulp, paper and films to developing and manufacturing sustainable consumer and industrial packaging solutions. The Company is engaged in providing sustainable packaging and paper solutions to meet its customers' needs. It also manufactures printing papers used at home in the office and for professional applications. The Company's segments include Corrugated Packaging, Flexible Packaging, and Uncoated Fine Paper. Its Corrugated Packaging segment provides product types, such as containerboard and corrugated solutions. The Flexible Packaging segment provides product types, such as kraft paper, paper bags, consumer flexibles, functional paper and films, and pulp. The Uncoated Fine Paper segment provides home, office, converting and professional printing papers and pulp.
UFM.HE	UFM-Kymmene Oyj	Finland	UFM-Kymmene Corporation (UFM) is a global forest company. The Company's segments include UFM Biorefining, UFM Energy, UFM Raflatac, UFM Specialty Papers, UFM Paper ENA, UFM Plywood and Other operations. The UFM Biorefining segment consists of pulp, timber and biofuels businesses. The UFM Energy segment is an electricity producer. The UFM Raflatac segment manufactures self-adhesive label materials for product and information labelling. The UFM Specialty Papers segment serves global markets with label papers and release liners, office papers in Asia and flexible packaging in Europe. The UFM Paper ENA segment offers graphic papers for advertising, magazines, newspapers, and home and office. The UFM Plywood segment offers plywood and veneer products, mainly for construction, vehicle flooring and liquefied natural gas shipbuilding, and other manufacturing industries. The Other operations segment includes wood sourcing and forestry, UFM Biocomposites and UFM Biochemicals business units.
STERV.HE	Stora Enso Oyj	Finland	Stora Enso Oyj is a Finland-based provider of renewable solutions in packaging, biomaterials, wooden construction and paper industries. The Company has six divisions: the Packaging Materials division provides renewable packaging materials based on both virgin and recycled fiber, the Packaging Solutions division develops and sells premium fiber-based packaging products and services; the Biomaterials division offers a variety of pulp grades to the paper, board, tissue, textile and hygiene product producers; the Wood Products division is a sawn wood producer and a provider of wood-based solutions to the construction industry; the Forest division manages Stora Enso's forest assets in Sweden and is responsible for wood sourcing for Stora Enso's Nordic, Baltic and Russian operations and the Paper division, that provides paper products made from recycled and virgin fiber. Stora Enso Oyj operates worldwide.
SCAb.ST	Svenska Cellulosa SCA AB	Sweden	Svenska Cellulosa Aktiebolaget SCA (SCA) is a Sweden-based private forest owner. The Company owns forests located in northern Sweden and the Baltic region. The Company offers paper for packaging and print, pulp, wood products, renewable energy, services for forest owners and transport solutions. SCA is organized into five segments: The Forest segment is responsible for supplying the Company's industries with wood raw material. Its main activities are managing and harvesting on the firm's forest and land, sourcing wood raw material from other forest owners and transportation to other industries; The Wood segment is responsible for the solid-wood business, which comprises saw mills and wood processing and distribution to the building materials trade; The Pulp segment manages pulp production; The Containerboard segment is responsible for manufacture and paper mills; The Renewable Energy segment develops wind power projects, pellets manufacture and sales.
SAPJ.J	Sappi Ltd	South Africa	Sappi Limited is a South Africa-based global provider of everyday materials made from wood fiber-based renewable resources. The Company operates in Europe, North America and South Africa. The Company offers raw material products, such as dissolving pulp, wood pulp and biomaterials, and end-use products, such as packaging and specialty papers, graphic papers, casting and release papers and forestry products. Its Verve brand is focused on the dissolving pulp market. Its graphic paper brands include Galerie, GalerieArt, Magno, Vantage, Quatro, Royal, McCoy, Somerset, EuroArt Plus, Opus, Flo, Classics and Ultracast, among others. Its graphic paper products include GalerieArt Web Gloss, GalerieArt Web Matt, Flo Sheets, Flo Web, Flo Digital, Quatro Gloss, Magno Web Gloss and Somerset Web. Its packaging and specialty paper products include flexible packaging papers, label papers, functional paper packaging, containerboard, paperboard, silicone base papers and dye sublimation papers.
HUHTV.HE	Huhtamaki Oyj	Finland	Huhtamaki Oyj is a Finland-based company engaged in packaging for food and drink. It reports four operating segments: Foodservice Europe-Asia-Oceania, which covers manufacturing of foodservice paper and plastic disposable tableware, supplied to foodservice operators, fast food restaurants and coffee shops; North America, which serves local markets with disposable tableware products under the Chinex brand, foodservice packaging products and ice-cream containers, among others; Flexible Packaging, which includes a range of consumer products, including food, pet food, hygiene and health care products; and Fiber Packaging, which covers recycled and other natural fibers that are used to make fresh product packaging, such as egg, fruit, food and drink packaging. The Company operates a network of manufacturing units in more than 30 countries within such regions as Europe, North and South America, Africa, Middle East, Asia and Oceania.