



**FINEXSI**  
EXPERT & CONSEIL FINANCIER

# technicolor



## Attestation d'équité

Spin-Off de l'activité TCS et Refinancement de TECHNICOLOR SA

2 août 2022

## Sommaire

<b>1. Présentation des motifs et termes de l'Opération .....</b>	<b>6</b>
1.1 Motifs et description de l'Opération.....	6
1.1.1 Rappel : le refinancement de la dette par émission de MCN.....	7
1.1.2 Le refinancement de TECHNICOLOR S.A.....	9
1.1.3 Cotation de TCS et distribution de 65% de son capital.....	14
1.2 Principales conditions à la réalisation de l'Opération.....	14
<b>2. Mission du cabinet FINEXSI.....</b>	<b>15</b>
2.1 Diligences effectuées.....	16
<b>3. Présentation de TECHNICOLOR.....</b>	<b>18</b>
3.1 Actionnariat de TECHNICOLOR.....	18
3.2 Historique du Groupe.....	19
3.3 Présentation des activités du Groupe .....	20
3.3.1 Maison Connectée .....	21
3.3.2 TECHNICOLOR CREATIVE STUDIOS.....	24
3.3.3 Services DVD.....	26
3.3.4 Corporate & Autres .....	27
<b>4. Présentation de l'environnement économique et concurrentiel de TECHNICOLOR .....</b>	<b>28</b>
4.1 Marché des équipements télécoms et internet (Maison Connectée) .....	28
4.1.1 Positionnement de TECHNICOLOR au sein du secteur des Télécoms et Internet	28
4.1.2 Risques et enjeux .....	30
4.1.3 Perspectives d'évolution .....	30
4.2 L'industrie de la production cinématographique et audiovisuelle (TECHNICOLOR CREATIVE STUDIOS).....	33
4.2.1 Positionnement de TECHNICOLOR dans l'industrie de la production cinématographique, audiovisuelle et des jeux vidéo.....	33
4.2.2 Perspectives d'évolution .....	36
4.3 Marché de la vidéo physique (Services DVD) .....	38
4.3.1 Positionnement de TECHNICOLOR dans l'industrie de la vidéo physique.....	38
4.3.2 Perspectives d'évolution .....	39
4.4 Matrice SWOT .....	40

<b>5. Analyse financière de TECHNICOLOR.....</b>	<b>41</b>
5.1 Compte de résultat consolidé sur la période 2019-2021.....	41
5.2 Bilan consolidé sur la période 2019-2021.....	45
5.3 Flux de trésorerie sur la période 2019-2021.....	47
5.4 Résultats du premier semestre 2022.....	48
<b>6. Évaluation des actions du groupe TECHNICOLOR .....</b>	<b>50</b>
6.1 Situation du groupe TECHNICOLOR en l'absence de l'Opération et incidence sur l'approche de valorisation .....	50
6.2 Données de bases pour l'évaluation de TECHNICOLOR.....	50
6.2.1 Structure du capital et nombre d'actions .....	50
6.2.2 Éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres 51	
6.3 Analyse du cours de bourse de TECHNICOLOR .....	52
6.3.1 Analyse du cours de bourse .....	52
6.3.2 Objectifs de cours de bourse des analystes.....	56
6.4 Méthodes d'évaluation écartées .....	56
6.4.1 Actif net comptable consolidé .....	56
6.4.2 Actif net comptable réévalué .....	57
6.4.3 La valeur de rendement (capitalisation du dividende).....	57
6.4.4 Valeur liquidative.....	57
6.4.5 Transaction récente intervenue sur le capital de la Société.....	57
6.4.6 Méthode des comparables boursiers .....	58
6.4.7 Transactions comparables.....	58
6.4.8 L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels.....	58
6.5 Méthodes d'évaluation retenues .....	59
6.5.1 Approche par la Somme des Parties.....	59
6.6 Présentation du plan d'affaires de TECHNICOLOR .....	59
6.7 Mise en œuvre de la valorisation de la société TECHNICOLOR.....	60
6.7.1 Valorisation du pôle Maison Connectée .....	61
6.7.2 Valorisation du pôle Services DVD.....	64
6.7.3 Valorisation du pôle TCS (ex – Services de Production) .....	66
6.7.4 Valorisation du pôle Corporate & Autres .....	69
6.7.5 Synthèse de la valeur par la Somme des Parties .....	70
<b>7. Analyse financière de l'Opération .....</b>	<b>71</b>

---

7.1	Rappel de l'analyse des caractéristiques des MCN.....	71
7.1.1	Caractéristiques des MCN.....	71
7.1.2	Opérations d'émission de MCN 2020-2022.....	72
7.2	Analyse des effets de l'Opération sur la structure financière du Groupe ..	73
7.2.1	Analyse des termes du Refinancement lié à l'Opération .....	73
7.2.2	Caractéristiques des <i>First Lien Term Facility</i> et <i>Second Lien Term Facility</i> contractés par TECHNICOLOR SA.....	73
7.2.3	Caractéristiques du <i>First Lien Term Facility</i> contracté par TCS.....	75
7.2.4	Analyse des effets de l'Opération de <i>spin-off</i> sur l'endettement net de TCS et Technicolor Ex-TCS.....	77
7.2.5	Analyse des rémunérations liées au Refinancement .....	79
7.2.6	Analyse des effets de l'opération de <i>spin-off</i> sur le nombre d'actions de TECHNICOLOR Hors-TCS et de TCS.....	81
7.3	Analyse des effets de l'Opération de <i>Spin-off</i> sur la valorisation de TECHNICOLOR Hors-TCS et TCS.....	84
7.3.1	Méthodes d'évaluation retenues.....	84
7.3.2	Présentation du plan d'affaires de TECHNICOLOR Hors-TCS et TCS .....	85
7.4	Incidence de l'Opération sur la situation de l'actionnaire en termes de création de valeur théorique .....	92
<b>8.</b>	<b>Accords connexes .....</b>	<b>94</b>
<b>9.</b>	<b>Conclusion .....</b>	<b>95</b>

## Contexte de notre mission

Le Conseil d'Administration de TECHNICOLOR SA (ci-après « TECHNICOLOR » ou « la Société » ou « le Groupe ») du 24 Février 2022 a désigné le cabinet FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER (ci-après « FINEXSI ») en qualité d'Expert indépendant, dans le cadre (i) du projet d'émission de *Mandatory Convertible Notes* résultant des discussions engagées par la Direction de la Société avec certains de ses actionnaires en vue d'un refinancement intégral de sa dette financière, (ii) d'un *spin-off* de l'activité TECHNICOLOR CREATIVE STUDIOS<sup>1</sup> (ci-après « TCS ») et (iii) d'une distribution de 65% du capital de la société qui détiendra l'activité objet du *spin-off*<sup>2</sup> (ci-après « l'Opération »).

Le projet a ainsi été annoncé publiquement le 24 février 2022.

Dans ce cadre, FINEXSI a émis le 4 avril 2022 un rapport d'attestation d'équité ayant pour objet d'apprécier le caractère équitable des conditions financières de l'émission de la *Mandatory Convertible Notes* du point de vue des actionnaires de TECHNICOLOR qui supposait d'apprécier la valeur de l'action TECHNICOLOR avant et après l'émission, et d'une manière plus générale le traitement des différentes parties prenantes. Cette composante de l'Opération a été soumise au vote des actionnaires de la Société lors de l'Assemblée Générale du 6 mai 2022.

Dans le présent rapport, FINEXSI se prononce sur l'ensemble des composantes de l'Opération, a savoir notamment les caractéristiques du refinancement de la Société (ci-après « le Refinancement »), le *spin-off* de l'activité TECHNICOLOR CREATIVE STUDIOS et leurs impacts du point de vue des actionnaires de la Société, après prise en compte de la distribution à leur profit de 65% du capital de la Société qui détiendra l'activité objet du *spin-off*. Par simplification, cette Société est également désignée, ci-après, TCS. Compte tenu des modalités du *spin-off*, FINEXSI se prononcera également spécifiquement sur la valeur de TCS postérieurement à la réalisation de l'Opération dans ce rapport.

---

<sup>1</sup> TCS regroupe les activités de services d'Effets Visuels et d'Animation du Groupe.

<sup>2</sup> Étant précisé que cette société fera l'objet d'une demande de cotation sur EURONEXT PARIS.

# 1. Présentation des motifs et termes de l'Opération

## 1.1 Motifs et description de l'Opération

Nous rappelons que dans un contexte de restructuration opérationnelle et financière de ses activités entamée depuis 2020, TECHNICOLOR, malgré les enjeux imposés par la crise sanitaire de la Covid-19, dispose de trois activités rentables faisant état d'un positionnement parmi les leaders de leurs marchés respectifs, et souhaite poursuivre sa croissance et son développement en conjonction avec une demande soutenue.

Dans ce cadre, les opérations suivantes sont envisagées :

- Le Refinancement de la dette existante à travers :
  - L'émission de *Mandatory Convertible Notes* (« MCN ») pour un montant de 299.999.999 €, qui a fait l'objet de notre premier rapport, celle-ci a été approuvée par l'Assemblée Générale Extraordinaire des actionnaires de TECHNICOLOR qui s'est tenue le 6 mai 2022.
  - La levée d'une nouvelle dette par TECHNICOLOR pour un montant de 375.000.000 € (la « Nouvelle Dette Garantie de Technicolor ») qui comprend deux tranches :
    - Une facilité de prêt à terme garantie de premier rang (« *First Lien Term Facility* ») de 250.000.000 € ; et
    - Une facilité de prêt à terme garantie de second rang (« *Second Lien Term Facility* ») de 125.000.000 €.
  - La facilité de crédit renouvelable de 40.000.000 € pour TECHNICOLOR CREATIVE STUDIOS SA (le « RCF TCS ») ;
  - Une facilité de prêt à terme garantie de premier rang (« *First Lien Term Facility* ») contractée par TECHNICOLOR CREATIVE STUDIOS SA et TECHNICOLOR CREATIVE SERVICES USA pour un montant de 623.345.991 €, permettant de financer le prix d'achat d'une partie des actions de la Société qui détiendra l'activité TCS, auprès de TECHNICOLOR (le solde devant être apporté par Technicolor à TCS immédiatement après la cession), le remboursement de la dette intra-groupe vis-à-vis TECHNICOLOR, ainsi que le paiement des coûts de transaction et le financement de la trésorerie d'ouverture (le « Prêt à Terme TCS », et avec le RCF TCS, la « Nouvelle Dette Garantie de TCS »). Le montant de 623.345.991 € comprend deux tranches :
    - Une tranche de 564.200.000 € ;
    - Une tranche complémentaire de 60.000.000 \$.
  - Une prolongation de la ligne de crédit octroyée par Wells Fargo (la « Dette Wells Fargo »).

- Une séparation de l'activité TCS par rapport au Groupe TECHNICOLOR dans le cadre d'un *spin-off*. Cette activité sera regroupée au sein de la société TCS dont les actions représentant 65% de son capital seront distribuées au profit des actionnaires de TECHNICOLOR – les 35% restant seront détenus par TECHNICOLOR et transférés à une fiducie-sûreté constituée par TECHNICOLOR afin de garantir la Nouvelle Dette Garantie de Technicolor. Les actions de la société TCS font l'objet d'une cotation (*spin-off*) de TCS sur EURONEXT PARIS.

Le *spin-off* de TCS entraîne une modification du périmètre des activités de TECHNICOLOR qui est séparé avec d'un côté TCS, et de l'autre TECHNICOLOR Hors-TCS comprenant les divisions Maison Connectée et Services DVD.

Les caractéristiques des deux entités, TCS et TECHNICOLOR Hors-TCS, diffèrent sur plusieurs critères opérationnels, notamment en termes de perspectives de croissance, de niveaux de marges et de génération de flux de trésorerie de leurs activités respectives. TCS figure en effet parmi les leaders mondiaux des effets visuels, un marché en très forte croissance marqué par une demande de plus en plus importante. L'Opération devrait permettre à chacune des deux entités de poursuivre sa propre stratégie, en adéquation avec son activité et ses perspectives de croissance, dans le but de maximiser la création de valeur.

### 1.1.1 Rappel : le refinancement de la dette par émission de MCN

Le Refinancement du Groupe vise une restructuration intégrale de sa dette. L'émission d'obligations convertibles (MCN) pour un montant de 299.999.999 € via des émissions réservées distinctes en est la première étape.

Le *spin-off* de TCS est par ailleurs conditionné à l'émission des MCN qui améliore significativement les conditions de financement de TECHNICOLOR. Aussi, l'émission des MCN a vocation à permettre d'initier le Refinancement du Groupe et ainsi de lever les fiducies sur GALLO 8 SAS (société holding détenant les filiales américaines du pôle TCS et la quasi-totalité des filiales des autres activités du Groupe, hors TCS) et TECH 7 SAS (société holding détenant les filiales non américaines du pôle TCS) mises en place en 2020 en contrepartie de la libération du nouveau financement.

L'émission des MCN prendra la forme de plusieurs émissions réservées distinctes présentant les mêmes caractéristiques basées sur une approche sélective des actionnaires significatifs, ANGELO GORDON, BPI FRANCE ainsi que tous les actionnaires détenant plus de 3,5% du capital de TECHNICOLOR. Ces derniers auront la possibilité de participer à l'émission à hauteur de leur participation au capital de TECHNICOLOR à la date de l'annonce.

L'ensemble des actionnaires suivants, dont ANGELO GORDON, BPI FRANCE, CSAM, BRIARWOOD, BARINGS, FARALLON, BAINCAPITAL et GOLDMAN SACHS (les « Souscripteurs de la MCN ») soutiennent le projet d'émission de MCN et s'est engagé à y souscrire dans leur intégralité.

Les principales caractéristiques des MCN sont les suivantes :

- Le prix de conversion des MCN est de 2,60 € par action. Il correspond à la moyenne du cours ajusté pondéré des volumes (CMPV) sur une période 3 mois de l'action ordinaire TECHNICOLOR au 23 février 2022 (avant la signature de l'engagement) après prise en compte d'une décote de 5% ;
- Les MCN seront automatiquement converties en actions TECHNICOLOR à ce prix au cours de la période se terminant 18 mois après la date d'émission, sous réserve que (i) l'Assemblée Générale Extraordinaire approuve la distribution d'au moins 65% du capital de TCS et que le Conseil d'Administration décide de cette distribution sans condition, et que (ii) Euronext Paris S.A. rende une décision d'admission à la cotation des actions de la société TCS sur Euronext Paris ;
- Les porteurs de MCN ont la possibilité de les convertir en actions à n'importe quel moment ;
- Les obligations supportent un coupon annuel en numéraire de 4,50% payable à la fin de chaque période de 3 mois et exempté de taxe sauf si la loi le requiert ;
- Les MCN arriveront à maturité à la première des deux dates suivantes : (i) 6 mois après la dernière date d'échéance applicable à la Nouvelle Dette Garantie de TECHNICOLOR, la Nouvelle Dette Garantie de TCS et la Nouvelle Dette WELLS FARGO (ou tant que le refinancement de la dette existante n'a pas eu lieu, la dernière date d'échéance applicable à la dette garantie de premier rang existante du Groupe et à la ligne de crédit existante octroyée par WELLS FARGO) et (ii) le septième anniversaire de la date d'émission ;
- L'émission des MCN a entraîné le paiement d'une commission initiale de 1,50% à ANGELO GORDON à la date d'exécution de la lettre d'engagement ;
- Les actionnaires souscripteurs pourront souscrire à hauteur de leur engagement de souscription à 97,5% de sa valeur nominale ;
- En cas de résiliation<sup>3</sup> des Lettres d'engagement signées par la Société avec chacun des Souscripteurs de la MCN, et/ ou de non-réalisation de l'Opération, des frais de rupture d'un montant de (i) 10,5% plus (ii) un pourcentage dépendant du nombre de jours entre l'annonce et la résiliation seront respectivement dus aux différents Souscripteurs de la MCN.

Les conclusions de Finexsi quant à ce volet de l'Opération étaient les suivantes :

*« En conclusion, nous constatons pour l'actionnaire que la mise en place de cette émission permet d'améliorer le profil de risque financier de la Société à des conditions proches de celles d'émissions de catégorie comparable, et dont les composantes ont été intégrées dans nos calculs sur l'évolution de son patrimoine. Dès lors, dans ce contexte, nous estimons qu'à la date du présent rapport, les modalités de l'Opération sont équitables du point de vue financier pour les actionnaires ».*

<sup>3</sup> La non-réalisation serait caractérisée par l'absence de non-approbation et par le fait que la Société n'ait pu émettre les MCN avant le 31 juillet 2022. Étant précisé que le 22 juin 2022, compte tenu du décalage de l'Opération annoncé par la Société le 24 mai 2022, les Souscripteurs de la MCN et la Société ont étendu cette échéance au 17 septembre 2022 et ont convenu, en contrepartie de cette extension que les frais de rupture qui s'élevaient à (i) 9% ] plus (ii) un pourcentage dépendant du nombre de jours entre l'annonce et la résiliation seraient portés à (i) 10,5% plus (ii) un pourcentage dépendant du nombre de jours entre l'annonce et la résiliation. Cet amendement laisse nos conclusions inchangées.

Une Assemblée Générale Extraordinaire des actionnaires de TECHNICOLOR s'est tenue le 6 mai 2022 et l'émission a été approuvée. Une Assemblée Générale Extraordinaire des actionnaires de TECHNICOLOR se tiendra le 6 septembre 2022 afin d'approuver la date butoir d'émission de la MCN.

### 1.1.2 Le refinancement de TECHNICOLOR S.A

La seconde étape du Refinancement est composée de la levée de quatre dettes souscrites par TECHNICOLOR SA (un financement garanti de premier rang et un financement garanti de second rang) et TECHNICOLOR CREATIVE STUDIOS avec une facilité de prêt à terme garantie de premier rang pour un montant de 623.345.991 €.

Le financement de TECHNICOLOR CREATIVE STUDIOS sera accompagné d'une facilité de crédit renouvelable de 40 M€.

#### 1.1.2.1 Financement garanti de premier rang souscrit par TECHNICOLOR S.A.

Dans le cadre de l'Opération, le 10 juin 2022, a été conclue une lettre d'engagement relative à la mise en place d'un financement garanti de premier rang par BARCLAYS, souscrite par TECHNICOLOR S.A. Cette dette, d'un montant de 250.000.000 €, aura une échéance de quatre ans, avec une option d'extension<sup>4</sup> permettant à la Société de prolonger la maturité pour un an supplémentaire, et sera remboursable *in fine*.

- Les sommes mises à disposition de la Société dans le cadre de ce financement seront utilisées uniquement pour financer, en partie, le Refinancement, payer les coûts de transaction, et le fonds de roulement et les besoins généraux de la Société ;
- Plus spécifiquement, les conditions principales de ce financement sont les suivantes :
  - Le taux d'intérêt est composé du taux de référence EURIBOR (soumis à un « plancher » de 0%) augmenté d'une marge de 2,50% et d'un taux d'intérêt PIK de 3,0%. Le taux PIK augmentera à 4,0% et à 5,5% à la fin des 12 mois et 24 premiers mois, respectivement, après la date de clôture de l'Opération (la « Date de Clôture »), puis augmentera de 0,5% tous les 12 mois jusqu'à échéance ;
  - En cas de montant dû et impayé, il sera appliqué un taux égal au taux d'intérêt augmenté de 2,0%.
- Dans le cadre du financement, la Société devra, notamment, constituer une fiducie-sûreté portant sur les 35% du capital social de TCS qu'elle détient. Dans le cas où le *spin-off* ne se réalise pas avant 31 décembre 2022, la Société devrait transférer à la fiducie-sûreté l'intégral des actions TCS qu'elle détient (ensemble la « Fiducie-Sûreté ») ;
- Au moment de la mise à disposition du financement, une décote (*Original Issue Discount*, « OID ») de 3%<sup>5</sup> sera prévue par rapport à sa valeur nominale ;

<sup>4</sup> Sous condition de versement d'une commission d'extension de 5,00%.

<sup>5</sup> Les prêteurs vont souscrire à un prix d'émission correspondant à 97% de la valeur nominale de la dette. Ceci correspondant à une forme de prime d'émission aux souscripteurs.

- Si l'un des événements suivants se produit (un « *Break Event* »): (a) la résiliation de la Lettre d'Engagement conformément à ses termes (autrement qu'en raison de la signature de la documentation relative à la Nouvelle Dette Garantie de Technicolor); (b) l'annulation des engagements (en totalité ou en partie) au titre du prêt ; (c) la réalisation, avant la Date de Clôture, d'une vente de tout ou partie des actions de TCS (une « Vente des Actions TCS ») ou de tout ou partie de l'activité TECHNICALOR CREATIVE STUDIOS<sup>6</sup> ou de tout ou partie des actions des Sociétés holdings de cette activité (une « Vente des Actifs TCS », ensemble avec la Vente ds Actions TCS, une « Vente de TCS ») ; ou (d) l'Opération (ou une opération similaire de l'Opération) est réalisée sans pleine utilisation du financement de premier décrit au présent paragraphe 1.1.2.1 et du financement de second rang décrit au paragraphe 1.1.2.2 ci-dessous, alors la Société doit, dans les 3 jours ouvrés suivant le *Break Event* concerné, payer à BARCLAYS, une commission d'un montant égal à 1,50 % de son engagement.
- L'accord de prêt prévoit des :
  - *Remboursements Anticipés Volontaires* qui peuvent être effectués à tout moment, sur préavis de trois jours ouvrables, sans prime ni pénalité (sous réserve, des frais de sortie de premier rang), pour des montants minimums de capital à convenir d'un commun accord ;
  - *Remboursements Anticipés Obligatoires Totaux* qui pourraient être demandés par tous les créanciers du prêt à terme garanti de premier rang dans le cas où (i) certaines personnes physiques ou morales (autres que des entités ANGELO GORDON), agissant de concert, acquièrent, directement ou indirectement plus de 30% de la Société et aucun autre actionnaire de la Société, agissant seul ou de concert, ne détient une participation plus importante, et/ou (ii) cession de la totalité ou de la quasi-totalité des actifs de la Société et de ses filiales (dans leur ensemble) (un « Changement de Contrôle de Technicolor ») ;
  - *Remboursements Anticipés Partiels Obligatoires* en cas de (i) cession des actions de TCS (y compris les actions faisant l'objet de la fiducie-sûreté, (ii) sous certaines circonstances des actifs de TCS et ses filiales, (iii) de toute autre cession d'actifs par la Société et ses filiales (autres que TCS et ses filiales) (iv) de la perception d'indemnité d'assurance par la Société et ses filiales (autres que TCS et ses filiales), (v) d'émissions de dettes par la Société et ses filiales (autres que TCS et ses filiales), (vi) d'émission d'instruments de fonds propres ou de quasi-fonds propres par la Société et ses filiales (autres que TCS et ses filiales, sauf si une telle émission intervient avant le spin-off) et (viii) de flux de flux de trésorerie excédentaire.
- Par ailleurs, en cas de Changement de Contrôle, de Vente de TCS, de remboursement anticipé, obligatoire ou volontaire, de remboursement à l'échéance ou d'exigibilité anticipée du financement de premier rang, une commission (*Exit Fee*) de 2,5% la première année et de 5,0% au-delà devra être payée sur le montant en principal remboursé ou exigible.

<sup>6</sup> TCS regroupe les activités de services d'Effets Visuels et d'Animation du Groupe.

### 1.1.2.2 Financement garanti de second rang souscrit par TECHNICOLOR S.A.

Dans le cadre de l'Opération, le 10 juin 2022, a été conclue une lettre d'engagement relative à la mise en place d'un financement garanti de second rang par ANGELO GORDON, souscrite par TECHNICOLOR S.A. Cette dette, d'un montant de 125.000.000 €, aura une échéance de quatre ans et demi, avec une option d'extension<sup>7</sup> permettant à la Société de prolonger la maturité pour un an supplémentaire, et sera remboursable *in fine*.

Comme le financement de premier rang, les sommes mises à la disposition de la Société dans le cadre de ce financement seront utilisées uniquement pour financer, en partie, le Refinancement, payer les coûts de transaction, et le fonds de roulement et les besoins généraux de la Société.

- Plus spécifiquement, les conditions principales de ce financement sont les suivantes :
- Le taux d'intérêt est composé du taux de référence EURIBOR (soumis à un « plancher » de 0%) augmenté d'une marge de 4,0% qui augmentera à 6,0% à la fin des 24 premiers mois. À ce taux s'ajoutera un taux d'intérêt PIK de 5,0%. Le taux PIK augmentera à 5,5% et à 6,0% à la fin de 12 et 24 premiers mois, respectivement, après la Date de Clôture (telle que définie au paragraphe 1.1.2.1 ci-dessus) ;
- En cas de montant dû et impayé, il sera appliqué un taux égal au taux d'intérêt augmenté de 2,0% ;
- Les créanciers au titre de ce financement bénéficieront de la Fiducie-Sûretés en second rang rapport au financement de la Société de premier rang décrit au paragraphe 1.1.2.1 ci-dessus ;
- Au moment de la mise à disposition du financement, une décote (*Original Issue Discount*) de 6%<sup>8</sup> sera prévue par rapport à sa valeur nominale ;
- Il est précisé que ce financement-bénéficie des mêmes Remboursements Anticipés Volontaires, Remboursements Anticipés Obligatoires Totaux et Remboursements Anticipés Obligatoires Partiels mais étant un financement garanti de second rang par rapport au financement de premier rang décrit au paragraphe 1.1.2.1, il ne pourra être remboursé qu'une fois ce financement garanti de premier rang aura été entièrement remboursé et aucun remboursement anticipé n'est autorisé dans ce cadre ;
- Si un *Break Event* (tel que défini au paragraphe 1.1.2.1 ci-dessus) se produit alors la Société doit, dans les 3 jours ouvrés suivant le *Break Event* concerné, payer à ANGELO GORDON, une commission d'un montant égal à 1,50 % de l'engagement.
- Par ailleurs, en cas de Changement de Contrôle (tel que défini au paragraphe 1.1.2.1 ci-dessus), de Vente de TCS (tel que défini au paragraphe 1.1.2.1 ci-dessus), de remboursement anticipé, obligatoire ou volontaire, de remboursement à l'échéance ou d'exigibilité anticipée du financement de second rang, une commission (*Exit Fee*) de 4% devra être payée sur le montant du principal remboursé ou exigible.

<sup>7</sup> Sous condition de versement d'une commission d'extension de 5,00%.

<sup>8</sup> Les prêteurs vont souscrire à un prix d'émission correspondant à 94% de la valeur nominale de la dette. Ceci correspondant à une forme de prime d'émission aux souscripteurs.

### 1.1.2.3 Prêt à terme garanti de premier rang souscrit par TECHNICOLOR CREATIVE STUDIOS SA & TECHNICOLOR CREATIVE SERVICES USA

Dans le cadre de l'Opération, il est prévu, la mise en place d'une facilité de prêt à terme garantie de premier rang par ANGELO GRODON, BARINGS, CREDIT SUISSE, ICG, FARALLON, BAIN, ALCENTRA, BPI, BRIARWOOD, SCULPTOR, JPM, CARLYLE, CAIRN, souscrit par TECHNICOLOR CREATIVE STUDIOS SA & TECHNICOLOR CREATIVE SERVICES USA. Cette dette est composée de deux tranches de 564.200.000 € et 60.000.000 \$, respectivement. Elles auront toutes deux une échéance de quatre ans.

Plus spécifiquement, les principales caractéristiques spécifiques sont les suivantes :

#### **Prêt à terme garanti de premier rang – 1<sup>ère</sup> tranche :**

- La dette sera portée par TECHNICOLOR CREATIVE STUDIOS SA ;
- La tranche a un montant de 564.200.000 M€ ;
- Le taux d'intérêt sera égal à (i) Euribor (plancher à 0 %) + 6,00 % ou (ii) Alternate Base Rate (plancher à 0 %) + 5,00 %.

#### **Prêt à terme garanti de premier rang – 2<sup>nd</sup> tranche :**

- La dette sera optionnelle et elle sera portée par TECHNICOLOR CREATIVE SERVICES USA ;
- La tranche a un montant de 60.000.000 \$ ;
- Le taux d'intérêt sera égal (i) Term SOFR (plancher à 0 %) + 7,50 % ou (ii) Alternate Base Rate (plancher à 0 %) + 6,50 % ;

Et, les principales caractéristiques communes des deux tranches sont les suivantes :

- Amortissement à hauteur d'un montant en principal annuel égal à 1% du montant en principal initial de chaque tranche ;
- En cas de montant dû et impayé, il sera appliqué un taux égal au taux d'intérêt augmenté de 2,0% ;
- L'accord de prêt prévoit des remboursements obligatoires qui devraient être réalisés sur le flux de trésorerie excédentaire de TCS et ses filiales et en cas de cessions d'actifs par TCS et ses filiales et en cas d'émission d'une dette non autorisée par TCS ou ses filiales ;
- En cas de remboursement anticipé, volontaire ou obligatoire, du prêt effectué entre la Date de Clôture (telle que définie au paragraphe 1.1.2.1 ci-dessus) et la date du premier anniversaire de la Date de Clôture (inclusive) : les emprunteurs doivent payer une prime de remboursement anticipé égale à la valeur actuelle des intérêts qui auraient dû être payés sur le montant remboursé entre la date du remboursement concerné et la date du premier anniversaire de la Date de Clôture (inclusive), ces intérêts étant alors calculés sur la base du taux annuel applicable au prêt après un discount égal au U.S. Treasury Rate augmenté de 50 points de base ;

- Par ailleurs, en cas de changement de contrôle ou de remboursement anticipé, obligatoire ou volontaire, de remboursement à l'échéance ou d'exigibilité anticipée du prêt, une commission (*Exit Fee*) de 2,0% la deuxième année, de 3,0% la troisième année et de 5,0% la quatrième année, appliquée au montant du principal remboursé ou exigible devra être payée ;
- Au moment de la mise à disposition du prêt, une décote (*Original Issue Discount*) de 7%<sup>9</sup> sera prévue par rapport à sa valeur nominale.

#### 1.1.2.4 Crédit renouvelable souscrit par TCS

Une facilité de crédit renouvelable de 40.000.000 M€ est prévue, dans le cadre de l'Opération, accordée par GOLDMAN SACHS BANK EUROPE SE. Le crédit aura une échéance de trois ans.

Les principales caractéristiques du crédit sont les suivantes :

- La dette sera portée sur TCS, TECHNICOLOR CREATIVE STUDIO SA et/ou certaines filiales de TCS ;
- La dette aura un montant de 40.000.000 M€ ;
- Le crédit pourra être mis à disposition sous forme d'avances (y compris d'avances court-terme ou « Swingline Loans ») ou sous forme de lettres de crédit ;
- Le crédit sera libellé en dollars américains, en dollars canadiens, en livres sterling, en euros et en d'autres devises à convenir ;
- Le taux d'intérêt sera égal à (i) Taux de Référence Applicable (plancher à 0 %) + 4,50 % ou (ii) Alternate Base Rate (plancher à 0 %) + 3,50 %, étant précisé que le Taux de Référence Applicable est :
  - (w) le Term SOFR et Daily Simple SOFR pour les utilisations du crédit en dollars des États-Unis ;
  - (x) EURIBOR pour les utilisations du crédit en euros ;
  - (y) le CDOR pour les utilisations du crédit en dollars canadiens ;
  - (z) le Daily Simple Sonia pour les utilisations en livres sterling ;
- Une commission d'engagement (« *commitment fee* ») de 35% de la marge applicable au crédit est prévue sur la moyenne journalière du crédit non utilisé, payable trimestriellement ;
- Commission d'émission des lettres de crédit : 0.125 % l'an appliqué au montant de la lettre de crédit concernée ;
- Commission initiale (*upfront fee*) : 2,00 % du montant en principal du crédit ; et
- Le crédit aura un rang super senior par rapport au prêt à terme décrit au paragraphe 1.1.2.3 ci-dessus.

<sup>9</sup> Les prêteurs vont souscrire à un prix d'émission correspondant à 93% de la valeur nominale de la dette. Ceci correspondant à une forme de prime d'émission aux souscripteurs.

### 1.1.3 Cotation de TCS et distribution de 65% de son capital

TECHNICOLOR va procéder à la cotation de TCS sur le marché réglementé d'EURONEXT PARIS. Il sera également procédé à la distribution de 65% du capital de TCS au profits des actionnaires du Groupe, leur permettant de recevoir des actions TCS (distribution nature) tout en restant actionnaires de TECHNICOLOR Ex-TCS.

À ce jour, étant donné le montant des capitaux propres du Groupe et l'estimation du montant du résultat net pour l'exercice 2022 qui ne devrait pas permettre de compenser entièrement le report à nouveau négatif, il est envisagé que la distribution en nature sera prélevée sur le compte « prime d'émission » de TECHNICOLOR.

Afin de poursuivre le désendettement et permettre la création de deux nouveaux groupes distincts (TECHNICOLOR Ex-TCS et TCS), une cession des 35% restants, détenus par TECHNICOLOR Ex-TCS, est envisagée avant ou après la distribution selon les conditions de marché. Par ailleurs, TECHNICOLOR restera une entité cotée sur EURONEXT PARIS.

L'Assemblée Générale Annuelle et Extraordinaire de TECHNICOLOR qui aura lieu le 6 septembre 2022 et sera chargée d'approuver les conditions de la distribution des actions TCS.

## 1.2 Principales conditions à la réalisation de l'Opération

La réalisation de l'Opération devrait être finalisée d'ici le troisième trimestre 2022, mais ne sera définitive qu'à compter du jour où les conditions suivantes auront effectivement été remplies :

- Approbation par les actionnaires des conditions du spin-off et de la distribution de TCS ;
- Approbation par l'AMF du prospectus relatif à l'admission des titres de la société TCS sur le marché réglementé d'Euronext Paris ; Etablissement d'un état comptable intermédiaire en amont de la distribution de TCS, faisant apparaître un montant de capitaux propres de Technicolor suffisant à l'effet de permettre au Conseil d'administration de décider de mettre en œuvre la distribution, conformément aux dispositions de l'article L. 232-11 du Code de commerce ; Publication de l'avis Euronext annonçant l'admission des actions TCS aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext à Paris ; et Obtention du jugement du tribunal de commerce de Paris constatant que l'exécution du plan de sauvegarde financière accélérée de la Société est achevée conformément aux dispositions de l'article L. 626-28 du Code de commerce.

## 2. Mission du cabinet FINEXSI

La désignation du cabinet FINEXSI par le Conseil d'Administration de la société TECHNICOLOR a été motivée par le souhait d'assurer une information aussi complète que possible des actionnaires de la Société.

Le présent rapport, qui décrit les modalités de l'Opération, a été établi conformément à l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF et de son instruction d'application n° 2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante, elle-même complétée des recommandations de l'AMF en date du 28 septembre 2006 modifiées le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010.

Ce rapport répond donc aux dispositions du Règlement Général de l'AMF et est établi à destination des personnes visées par la loi française. Plus particulièrement, bien que notre rapport puisse être mis à disposition de titulaires « *d'American Depository Receipt* » (ADR), il s'inscrit exclusivement dans un cadre réglementaire français, et nous n'assumons dès lors aucune responsabilité vis-à-vis de personnes visées par une autre réglementation.

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

Le cabinet FINEXSI, ainsi que ses associés :

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

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

## 2.1 Diligences effectuées

Nos diligences ont principalement consisté à :

- Appréhender le contexte de l'Opération, les activités, et les performances historiques du Groupe ;
- Prendre connaissance de la documentation juridique de l'Opération, notamment les projets de *Term Sheet* relatifs au Refinancement de la Société et de celui de TCS ;
- Analyser l'activité du groupe TECHNICOLOR, son évolution et ses perspectives de développement dans le contexte de la restructuration engagée depuis 2020 avec le management du Groupe ;
- Analyser les risques et opportunités identifiés susceptibles d'affecter la valorisation de TECHNICOLOR et de ses différentes activités ;
- Analyser les comptes consolidés et le plan d'affaires du groupe TECHNICOLOR pour la période 2022-2024, identifier les hypothèses clés considérées et apprécier leur pertinence ;
- Mettre en œuvre une approche multicritères de valorisation des actions de la société TECHNICOLOR ;
- Mettre en œuvre une approche multicritères de valorisation de TECHNICOLOR CREATIVE STUDIOS et de TECHNICOLOR EX-TCS *post spin-off* ;
- Analyser les caractéristiques du Refinancement de la Société et de TCS, du *spin-off* et de leurs effets sur la structure financière de la Société ainsi que celle de TCS et en termes de création de valeur ;
- Établir un rapport présenté sous forme d'une attestation d'équité exposant les travaux d'évaluation des actions TECHNICOLOR et l'opinion sur les conséquences de l'Opération pour l'actionnaire à raison des modalités et conditions ayant une incidence sur le capital de la Société.

Dans le cadre de notre mission, nous avons pris connaissance d'un ensemble d'informations comptables et financières (états financiers, communiqués, etc.) publiées par TECHNICOLOR au titre des exercices clos entre 2019 et 2021, ainsi que sur les premiers mois de l'exercice 2022.

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

Nous nous sommes entretenus à de nombreuses reprises avec la direction financière de la Société et ses conseils, tant pour appréhender le contexte de l'Opération que pour comprendre les perspectives d'activité et les prévisions financières qui en découlent.

Nous avons procédé à l'appréciation des hypothèses économiques sur lesquelles se fondent les données prévisionnelles 2022-2024 de TECHNICOLOR, de TCS et de TECHNICOLOR *post spin-off*.

Concernant les méthodes d'évaluation analogiques (transactionnelles et boursières), nous avons étudié les informations publiques disponibles sur les sociétés et les transactions comparables à partir de nos bases de données financières.

**Notre rapport n'a pas pour objet de donner une recommandation implicite ou explicite quand à la réalisation de l'Opération sur laquelle les actionnaires doivent se prononcer, mais de leur apporter une information et une opinion sur les modalités et incidences pour eux de cette Opération.**

**Notre rapport repose sur les projets de *Term Sheet* en date du 28 juillet 2022, et sur le projet de *spin-off* présenté par la Société le 24 février 2022, et qui sera soumis au vote de l'Assemblée générale des actionnaires convoquée le 6 septembre 2022.**

### 3. Présentation de TECHNICOLOR

#### 3.1 Actionnariat de TECHNICOLOR

TECHNICOLOR SA est une société anonyme à Conseil d'administration au capital de 2 358 246 € au 31 décembre 2021, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris, sous le numéro 333 773 174 et dont le siège social est situé au 8-10, rue du Renard à Paris (75004).

Les actions de la Société sont admises aux négociations sur le compartiment B d'EURONEXT Paris (code ISIN : FR0013505062), et également sur le marché hors cote OTCQX<sup>10</sup> *international premium* via son programme d'*American Depositary Shares*.

La société TECHNICOLOR SA devenue la société de tête du Groupe TECHNICOLOR HORS-TCS sera nommée VANTIVA à compter de la distribution d'actions de TCS, sous réserve de l'approbation par ses actionnaires de ce changement de dénomination lors de l'Assemblée Générale devant se tenir le 6 septembre 2022. Sur l'exercice 2020, TECHNICOLOR a réalisé plusieurs opérations sur le capital, notamment un regroupement d'actions et une réduction de capital en fin de premier semestre 2020, puis une émission d'actions et de BSA dans le cadre de son plan de sauvegarde au second semestre 2020. Ces opérations ont porté le capital social de la Société à 15 407 114 actions au 30 juin 2021 puis à 235 795 483 actions au 31 décembre 2020.

À la suite de l'émission de 9 800 actions nouvelles le 6 mai 2021 dans le cadre du plan d'intéressement à Long Terme 2018, et de l'exercice de 24 090 BSA actionnaires exercés sur l'année représentant 19 272 actions nouvelles, le capital social de TECHNICOLOR s'élève au 31 décembre 2021 à 2 358 245,55 euros constitués de 235 824 555 actions de 0,01 euro réparties de la manière suivante :

Tableau 1 – Actionnariat de TECHNICOLOR au 31 décembre 2021

Au 31 décembre 2021	Capital	
	Nombre d'actions	% du capital
Public	71 994 547	30,53%
Angelo, Gordon & Co.	29 811 992	12,64%
Crédit Suisse AM	25 491 247	10,81%
Briarwood Chase Management	21 827 685	9,26%
Barings AM	18 631 496	7,90%
Bain Capital Credit	17 785 294	7,54%
Farallon Capital Management	14 422 759	6,12%
Goldman Sachs Group	10 390 314	4,41%
Bpifrance Participations	10 381 145	4,40%
Invesco Advisers	9 152 900	3,88%
BNP Paribas AM	5 935 176	2,52%
<b>Total</b>	<b>235 824 555</b>	<b>100,00%</b>

Source : Société

<sup>10</sup> Marché de gré à gré américain.

## 3.2 Historique du Groupe

Créée en 1880, TECHNICOLOR est une société dont l'activité était initialement dédiée au matériel de production et de transport d'électricité. C'est après la Seconde Guerre Mondiale que la Société, alors dénommée COMPAGNIE FRANÇAISE POUR L'EXPLOITATION DES PROCÉDES THOMSON-HOUSTON (CFTH), s'est réorientée vers l'électronique professionnelle et l'électroménager.

Après plusieurs opérations de croissance externe<sup>11</sup>, la Société a pris le nom de THOMSON-BRANDT, et a été nationalisée en 1982 par le gouvernement Mauroy en raison de difficultés financières.

En 1987, THOMSON-BRANDT devient THOMSON CONSUMER ELECTRONIC COMPANY puis THOMSON MULTIMEDIA en 1995, et en 1997, en raison de nouvelles difficultés, l'Etat français accorde à la Société une aide d'un montant de 11 milliards de francs<sup>12</sup> avant de procéder à sa privatisation en septembre 2000.

À partir du début des années 2000, le Groupe s'éloigne alors davantage de son métier d'origine pour se concentrer sur les services et les équipements électroniques professionnels dédiés au secteur des médias et du divertissement.

De nouveau en difficulté en 2009, la société THOMSON MULTIMEDIA est entrée en procédure de sauvegarde au mois de novembre 2009 à l'issue de laquelle une augmentation de capital par compensation de créances pour un montant de 1,3 Mds€ est réalisée le 26 mai 2010.

La réorientation stratégique de la Société est entérinée en janvier 2010 lorsqu'elle prend le nom de sa filiale opérant dans le secteur du cinéma et de l'audiovisuel professionnel : TECHNICOLOR.

En 2015, le Groupe décide de se consacrer à des activités à plus forte valeur ajoutée, telles que l'animation ou encore les effets visuels, et fait notamment l'acquisition de THE MILL (société de services de production), ainsi que de CISCO CONNECTED DEVICES (activité de terminaux domestiques de CISCO) désormais intégré au pôle Maison Connectée.

En 2018, la division Services DVD du Groupe, qui est spécialisée dans la réplique et la distribution de DVD, a annoncé la signature d'un accord de sous-traitance avec SONY DADC<sup>13</sup> pour qui la Société s'est engagée à assurer une grande partie de ses besoins de fabrication et d'emballage de CD, DVD et Blu-ray en Amérique du Nord et en Australie.

En 2018 et 2019, TECHNICOLOR s'est séparé de ses activités technologiques « Licences et Brevets » et « Recherches & Innovation » sous la forme d'une cession d'actifs à la société INTERDIGITAL : la cession a été assortie d'un accord de coopération dans le cadre duquel INTERDIGITAL et TECHNICOLOR se sont engagées à développer conjointement des programmes collaboratifs de recherche dans les domaines du codage vidéo, de la Maison Connectée et des technologies immersives jusqu'à l'été 2021.

Confrontée à de nouvelles difficultés financières, particulièrement accentuées par l'impact de la crise sanitaire Covid-19, TECHNICOLOR a entamé des discussions avec ses créanciers afin d'obtenir un Nouveau Financement qui ont abouti à la conclusion d'un Accord de Principe annoncé le 22 juin 2020. C'est ainsi que le Groupe a pu convertir partiellement sa dette à hauteur de 660 M€ par l'intermédiaire de différentes opérations d'augmentation de capital.

<sup>11</sup> Fusion avec la société HOTCHKISS-BRANDT en 1966, et la COMPAGNIE GENERALE DE TELEGRAPHIE SANS FIL en 1968.

<sup>12</sup> Soit 1,7 Mds€ d'euros.

<sup>13</sup> SONY DIGITAL AUDIO DISC CORPORATION.

Le Groupe a également annoncé en début de la même année un nouveau plan stratégique 2020-2022 visant notamment à renforcer ses positions de leader et améliorer la compétitivité de ses offres, ce qui passe notamment par la cession des activités présentant des potentialités d'amélioration limitées en interne.

C'est ainsi que TECHNICOLOR a cédé en avril 2021 son activité de « Post-Production » à STREAMLAND MEDIA afin de se concentrer sur ses activités de services d'effets visuels et d'animation pour le secteur du divertissement correspondant à l'activité TCS objet du *spin-off*.

Le Groupe a également finalisé la vente de son activité « Licences de Marques » au premier semestre 2022.

Le Groupe procède aujourd'hui au refinancement de sa dette ainsi qu'à la distribution à ses actionnaires de 65% du capital de la Société qui regroupera son activité TECHNICOLOR CREATIVE STUDIOS<sup>14</sup> par l'intermédiaire d'une introduction en bourse.

### 3.3 Présentation des activités du Groupe

Le Groupe TECHNICOLOR intervient dans le secteur « *Media & Entertainment* » par l'intermédiaire de ses trois principales activités dont nous détaillons ci-après les contributions au chiffre d'affaires :

- Maison Connectée ;
- TECHNICOLOR CREATIVE STUDIOS, objet du *spin-off* ; et
- Services DVD (étant précisé que Services DVD deviendra VANTIVA *Supply Chain Services*).

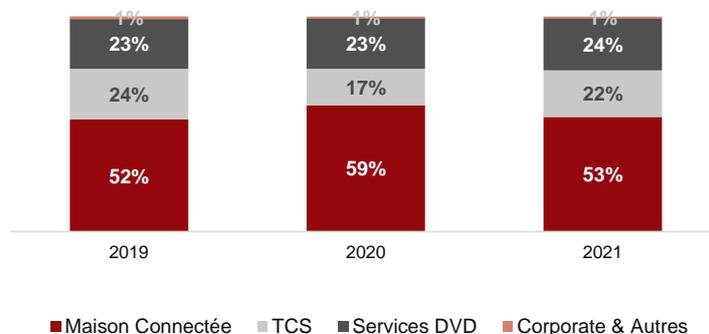
Les fonctions centrales et les autres activités non intégrées aux segments mentionnés ci-dessus, notamment les redevances perçues au titre des brevets et marques encore détenus par le Groupe, font partie du segment « *Corporate & Autres* ».

---

<sup>14</sup> Anciennement « Services de Production », mais dont le périmètre comportait également l'activité "Post-Production" cédée en avril 2021.

La répartition du chiffre d'affaires de la Société entre ses différentes activités est présentée ci-après : le segment Maison Connectée est le plus important du Groupe en termes de chiffre d'affaires, avec une contribution relativement stable sur la période.

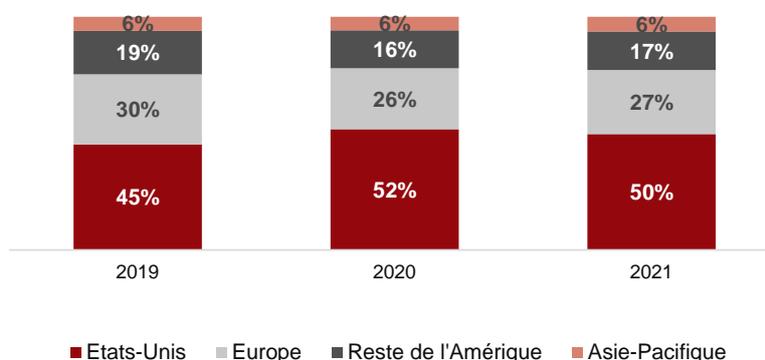
**Figure 1 – Répartition du chiffre d'affaires par activité entre 2019 et 2021**



Sources : Documents d'enregistrement universels 2019 et 2020, Comptes consolidés 2021

À travers ses trois pôles, la Société adresse des marchés dans le monde entier, et notamment le marché nord-américain qui constitue son principal marché.

**Figure 2 – Répartition du chiffre d'affaires par région entre 2019 et 2021**



Sources : Documents d'enregistrement universels 2019 et 2020, Comptes consolidés 2021

Les activités ainsi que leurs performances opérationnelles respectives sont détaillées ci-après.

### 3.3.1 Maison Connectée

L'activité Maison Connectée de TECHNICOLOR offre une gamme complète de terminaux domestiques (solutions vidéo et accès internet haut débit) aux opérateurs de télévision payante et de réseaux.

Ces solutions, qui incluent notamment des modems et des passerelles haut débit, des décodeurs numériques ainsi que des dispositifs de connexion dans le domaine de l'Internet des objets<sup>15</sup>, peuvent être présentées comme suit :

- Internet / Haut-débit : les terminaux développés correspondent principalement à des box Internet haut-débit, multifonctionnels type « *triple-play* » et « *quad-play* »<sup>16</sup>, routeurs Wifi et dispositifs connectés *IoT* ;
- Vidéo : ces terminaux correspondent aux décodeurs numériques conçus pour les opérateurs Satellite, Câble, Télécom, Mobile et OTT<sup>17</sup>, permettant l'accès aux offres de contenus vidéos, de divertissement et autres services proposés par ces opérateurs.

Le Groupe réalise la conception des terminaux domestiques, leur fabrication et assemblage (par sous-traitance) ainsi que de l'ensemble de la logistique pour le compte de ses clients opérateurs téléphoniques / Internet et diffuseurs tels que AMERICA MOVIL, AT&T, CENTURYLINK, CHARTER, COMCAST, COX, LIBERTY GLOBAL, MEGACABLE, PROXIMUS, TATA SKY, TELEFONICA, TELSTRA, TELUS ou encore VODAFONE.

En 2018, TECHNICALOR a lancé un plan de transformation triennal sur son segment Maison Connectée afin d'adapter son offre aux conditions de marché et à la consolidation que devrait connaître celui-ci. Ce plan prévoyait notamment :

- Une sélection accrue des clients de manière à améliorer la profitabilité globale du segment ;
- Le développement de partenariats plus solides avec les principaux fournisseurs dans le but d'améliorer la maîtrise des coûts de produits, la compétitivité et les délais de livraison ;
- La réduction des coûts de structure annuels de 40% sur une période de 3 ans, soit des économies estimées d'environ 140 M€ par rapport à 2017.

À l'issue de ce plan à fin décembre 2021, le segment a amélioré ses marges et ses parts de marchés grâce notamment à des contrats avec des clients clés et des partenariats stratégiques avec ses fournisseurs.

---

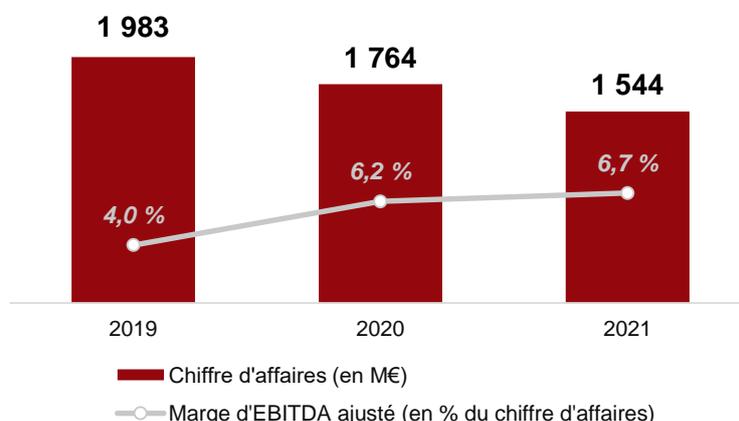
<sup>15</sup> « *Internet of Things* », « *IoT* » ou internet des objets, définissant l'interconnexion entre l'Internet et des objets, des lieux et des environnements physiques.

<sup>16</sup> Fait référence aux offres commerciales combinant plusieurs services tels que l'accès Internet, la téléphonie fixe, la télévision ou encore la téléphonie mobile.

<sup>17</sup> « *Over The Top* » ou « offre par contournement », définissant les services de livraison d'audio, de vidéo et d'autres médias sur Internet sans la participation d'un opérateur de réseau traditionnel (exemple : NETFLIX).

Nous présentons ci-après l'évolution du chiffre d'affaires et de la marge d'EBITDA ajusté du segment sur la période 2019-2021.<sup>18</sup>

**Figure 3 – Évolution du chiffre d'affaires et de la marge d'EBITDA ajusté du segment Maison Connectée entre 2019 et 2021**



Sources : Document d'enregistrement universel 2020, Comptes consolidés 2021

Entre 2019 et 2021, le chiffre d'affaires du segment Maison Connectée a subi une baisse cumulée de plus de 20% en raison notamment :

- De la pénurie mondiale de composants dont souffre le secteur depuis 2018-2019, pénurie qui a donné lieu à la crise des semi-conducteurs en début de pandémie Covid-19 et qui s'est traduite par des difficultés d'approvisionnements ne permettant pas de satisfaire pleinement la demande ;
- Du phénomène de « *cord-cutting* », qui fait référence à la tendance des consommateurs à résilier leur abonnement télévisuel (câble, satellite ou offres des opérateurs télécoms) pour privilégier les services de *streaming* ou OTT, une tendance qui se traduit par une baisse de la demande en terminaux vidéo ; et
- De la situation économique en Amérique latine, notamment au Brésil où l'épidémie de Covid-19 et les effets de change liés à la dévaluation du Real ont impacté négativement la demande locale.

Bien que le chiffre d'affaires soit en forte baisse sur la période, la marge d'EBITDA ajusté du segment n'a cessé de s'améliorer entre 2019 et 2021, passant de 4% à près de 7% du chiffre d'affaires. Cette progression des niveaux de rentabilité constatée sur la période pour le segment Maison Connectée est la conséquence directe du plan de transformation lancé en 2018, et de la réduction des coûts qu'il a engendrée.

<sup>18</sup> Selon le Document d'Enregistrement Universel de TECHNICOLOR 2020, l'EBITDA ajusté correspond à l'EBIT duquel ont été retraités (i) les charges de dépréciations d'actifs, (ii) les coûts de restructuration, (iii) les autres produits et charges, (iv) les coûts d'utilisation des capacités de calcul dans le *cloud*, (v) les charges d'amortissements ainsi que (vi) l'impact des provisions pour risques, garanties et litiges.

Il reste que sur le plan stratégique cette activité doit trouver ses relais de croissance et innover dans un secteur très concurrentiel et évolutif quant aux modes de connexion et aux évolutions technologiques.

### 3.3.2 TECHNICOLOR CREATIVE STUDIOS

Correspondant à l'ancien segment « Services de Production » après cession de l'activité « Post-Production » en avril 2021, TECHNICOLOR CREATIVE STUDIOS regroupe les services d'Effets Visuels et d'Animation pour longs-métrages, séries télévisées, publicité, jeux vidéo et autres contenus audiovisuels du Groupe.

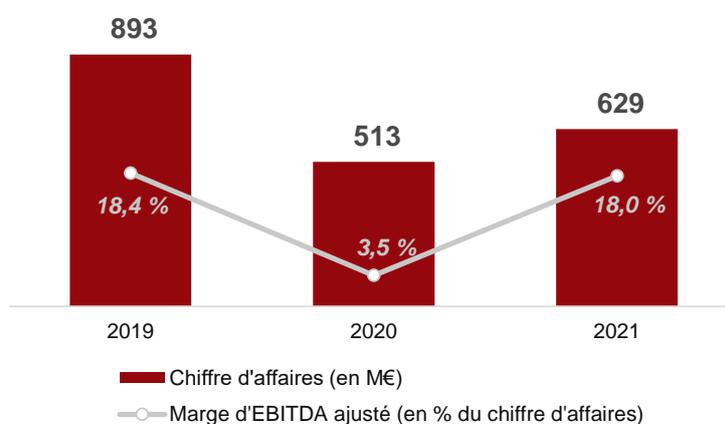
En 2020, le Groupe a pris la décision de concentrer davantage les activités du segment autour des solutions technologiques et de l'innovation. Cette nouvelle orientation stratégique s'est caractérisée par des mesures clés comme la nomination à la tête du pôle de Christian Roberton, spécialiste Effets Visuels au sein du Groupe, ou encore l'annonce de la cession de l'activité « Post-Production » à STREAMLAND MEDIA, opération qui a été finalisée en avril 2021.

Les activités du segment s'articulent ainsi autour de 4 marques :

- MPC (« *Moving Picture Company* »), qui correspond aux activités d'effets visuels pour films et séries ;
- THE MILL, qui proposent à leurs clients *corporate* des services d'effets visuels et d'animation pour la publicité et le marketing interactifs ;
- MIKROS ANIMATION, qui offre des solutions de création d'animations (imagerie générée par ordinateur) de haute qualité pour séries et longs métrages ; et
- TECHNICOLOR GAMES, qui est spécialisé dans les jeux vidéo.

Nous présentons ci-dessous l'évolution du chiffre d'affaires et de la marge d'EBITDA ajusté du segment sur la période 2019-2021.

**Figure 4 – Évolution du chiffre d'affaires et de la marge d'EBITDA ajusté du segment TECHNICOLOR CREATIVE STUDIOS entre 2019 et 2021**



Sources : Document d'enregistrement universel 2020, Comptes consolidés 2021

Les activités TECHNICOLOR CREATIVE STUDIOS ont particulièrement souffert de la pandémie de la Covid-19 sur l'exercice 2020 avec un chiffre d'affaires en baisse de près de 43%, celui-ci passant de 893 à 513 M€ entre 2019 et 2020. Le segment TCS a en effet pleinement subi les reports et arrêts de productions cinématographiques et audiovisuelles sur l'année. L'incidence de la crise sanitaire a également pénalisé la rentabilité opérationnelle du segment. L'EBITDA ajusté, malgré un effort important de réduction des coûts sur l'exercice dans le cadre du plan stratégique 2020-2022, a diminué de près de 90% entre 2019 et 2020, passant de 164 à 18 M€ et perdant aussi 15 points de marge.

Présenté le 13 février 2020, ce plan stratégique 2020-2022 prévoyait notamment pour le segment une réduction des effectifs, une optimisation de la présence du Groupe en Inde et le développement de synergies entre les pôles censées permettre un accroissement de leurs niveaux de marges.

En 2021, le segment a bénéficié de la reprise des activités dans le secteur de la production audiovisuelle, ce qui lui a permis d'enregistrer un chiffre d'affaires en hausse de 23% sur l'exercice<sup>19</sup> et le retour à un niveau de rentabilité opérationnelle comparable à celui précédant la crise sanitaire.

Moyennant des innovations et l'utilisation de technologies en renouvellement TECHNICOLOR bénéficie d'un positionnement très fort qui devrait lui permettre de bénéficier des opportunités du secteur.

---

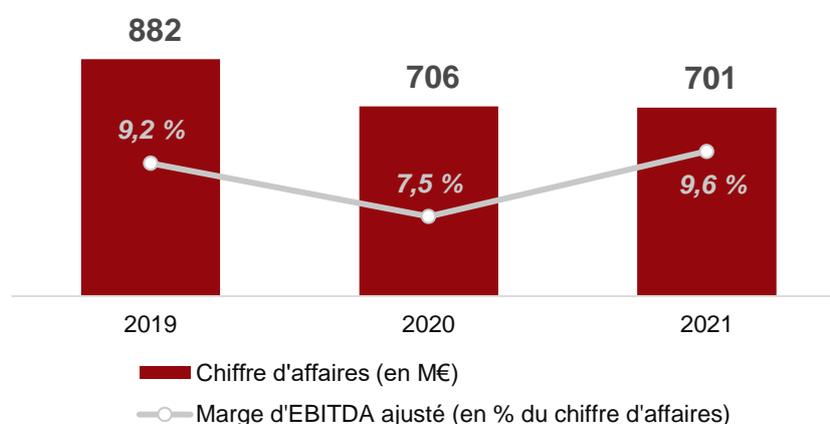
<sup>19</sup> Sans la cession de l'activité « Post-Production » survenue en avril 2021, le chiffre d'affaires du segment serait en hausse de 37%.

### 3.3.3 Services DVD

Le segment Services DVD propose à ses clients des solutions de production et d'approvisionnement (*mastering*, répllication, emballage, distribution), ainsi que des services logistiques (traitement des retours, transport, gestion des achats, des stocks, etc.). TECHNICALOR est un des leaders mondiaux sur cette activité.

Nous présentons ci-après l'évolution du chiffre d'affaires et de la marge d'EBITDA ajusté du segment sur la période 2019-2021.

**Figure 5 – Évolution du chiffre d'affaires et de la marge d'EBITDA ajusté du segment Services DVD entre 2019 et 2021**



Sources : Document d'enregistrement universel 2020, Comptes consolidés 2021

Entre 2019 et 2021, la baisse du chiffre d'affaires du segment Services DVD (-21%) s'explique principalement par une diminution significative des volumes de répllication et d'emballage, tous supports physiques confondus.

La marge d'EBITDA ajusté en 2020 n'a baissé que de 2 points dans un contexte de crise, passant de 9,2% à 7,5% du chiffre d'affaires du fait (i) de réductions des coûts réalisées dans le cadre du plan stratégique 2020-2022 du Groupe et (ii) de la renégociation de contrats clients dans des conditions plus avantageuses pour le Groupe compte tenu de sa position de leader sur ce marché<sup>20</sup>. La marge d'EBITDA ajusté s'est ensuite redressée à 9,6% de chiffre d'affaires en 2021, soit à un niveau supérieur à celui d'avant crise, grâce à (i) un effort accru dans les mesures d'optimisation de la productivité du segment telles que des réductions d'effectifs ou encore (ii) la recrudescence des activités « non-disques » en Amérique du Nord.

Sur le plan stratégique, ce secteur est en constant renouvellement et supposera pour ses acteurs un repositionnement par la recherche de nouveaux métiers ou encore l'innovation. À ce titre, le Groupe développe aujourd'hui de nouvelles activités capitalisant sur ses savoir-faire en manufacturing et logistique afin de pallier le déclin structurel que connaît le marché du DVD.

<sup>20</sup> Comme expliqué en partie 4.

### 3.3.4 Corporate & Autres

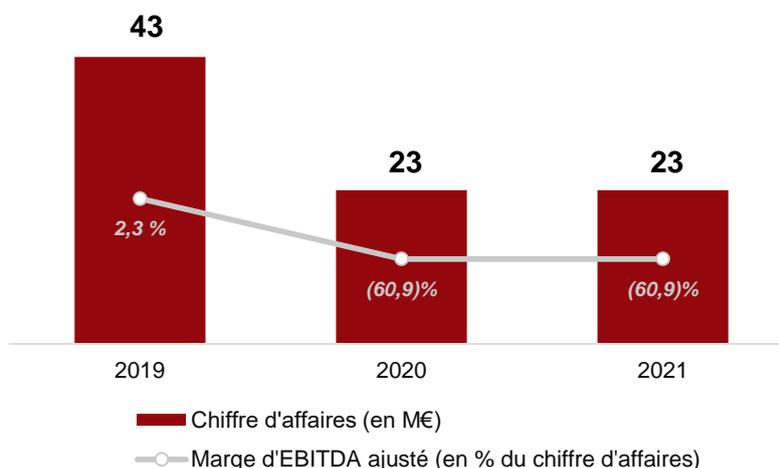
Le segment « Corporate & Autres » regroupe l'ensemble des activités et fonctions supports non allouées aux segments présentées ci-avant. Il comprend :

- Les Licences de Marques, portant sur la monétisation des marques historiquement exploitées par TECHNICOLOR, lorsque le Groupe opérait dans le secteur de l'électronique grand public, telles que RCA™ et THOMSON™ ;
- Les Licences de Brevets, correspondant à l'exploitation de l'ensemble des brevets non cédés dans le cadre des opérations de cession à INTERDIGITAL en 2018 et 2019 qui représentent aujourd'hui une part marginale des revenus du segment ; et
- Les fonctions « Siège » non affectées à l'un des trois segments d'activité : incluant notamment l'exploitation et la gestion du siège social, les ressources humaines, l'informatique, la comptabilité/finance, le marketing et la communication, les fonctions juridiques ou encore la gestion immobilière.

Au cours de l'exercice 2021, TECHNICOLOR a reçu une offre ferme de 100 M€ pour la vente de son activité « Licences de marques » : cette opération, qui s'inscrit dans le nouveau plan stratégique du Groupe, a été finalisée au cours du premier semestre 2022.

Nous présentons ci-après l'évolution du chiffre d'affaires et de la marge d'EBITDA ajusté du segment sur la période 2019-2021.

**Figure 6 – Évolution du chiffre d'affaires et de la marge d'EBITDA ajusté du segment « Corporate & Autres » entre 2019 et 2021**



Sources : Document d'enregistrement universel 2020, Comptes consolidés 2021

Le segment « Corporate & Autres » a également été significativement impacté par la crise sanitaire : le chiffre d'affaires du segment est en effet passé de 43 à 23 M€ entre 2019 et 2020, soit une baisse de près de 47%. Composé quasi essentiellement de revenus issus des licences et brevets en 2020, le chiffre d'affaires demeure stable sur 2021.

En ligne avec l'évolution du chiffre d'affaires, l'EBITDA ajusté est également en baisse sur la période, passant de 1 M€ en 2019 à -14 M€ au 2020, et stable en 2021.

## 4. Présentation de l'environnement économique et concurrentiel de TECHNICOLOR

Comme décrit ci-avant, les activités de TECHNICOLOR s'organisent autour de trois principaux segments : Maison Connectée, TECHNICOLOR CREATIVE STUDIOS et Services DVD.

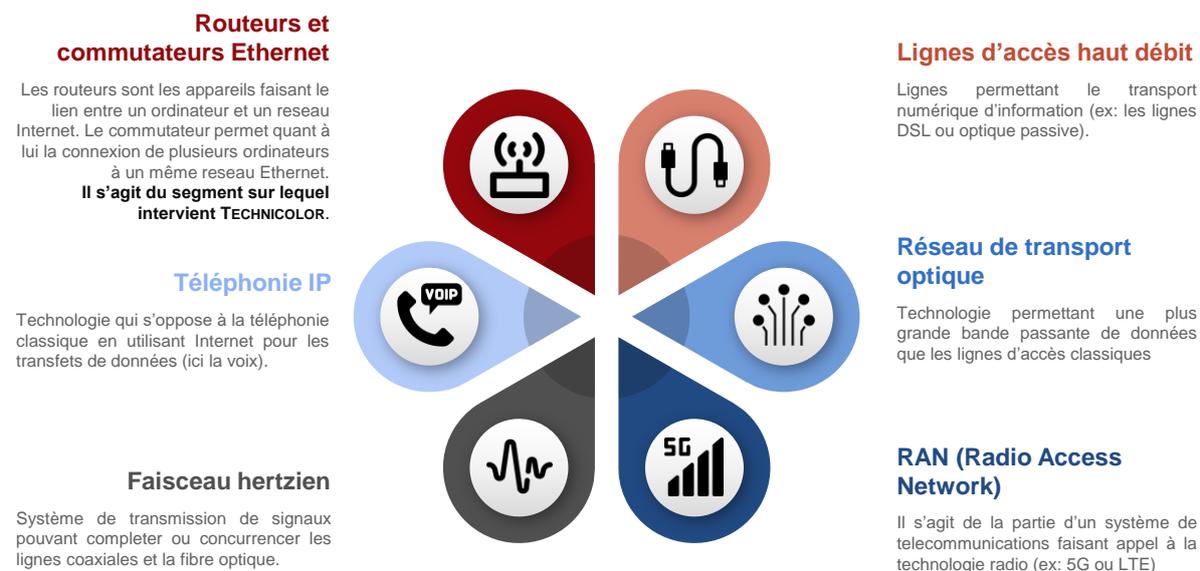
Les principales caractéristiques et perspectives de ces trois marchés sont présentées ci-après.

### 4.1 Marché des équipements télécoms et internet (Maison Connectée)

#### 4.1.1 Positionnement de TECHNICOLOR au sein du secteur des Télécoms et Internet

Le secteur des équipements de télécommunications et internet se compose de six grandes catégories de technologies et produits pouvant être présentés de la manière suivante :

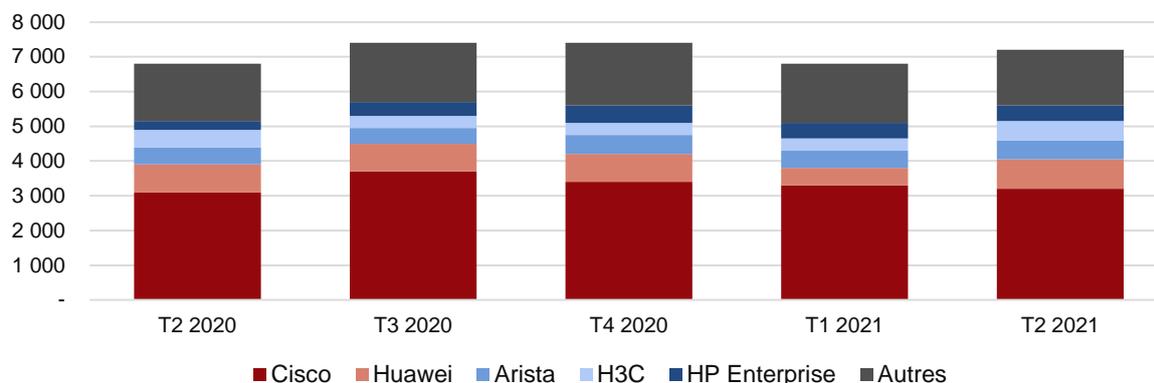
**Figure 7 – Présentation du marché des équipements télécoms et Internet**



Sources : XERFI – « L'Industrie mondiale des équipements télécoms » (décembre 2021), analyses FINEXSI

Comme indiqué dans le graphique ci-dessus, TECHNICOLOR intervient sur le marché des équipements de télécommunications et Internet avec son activité Maison Connectée en tant que fournisseur de terminaux pour les opérateurs et diffuseurs de contenus.

**Figure 8 – Évolution du chiffre d'affaires (en M\$) des cinq fabricants de routeurs et commutateurs les plus importants dans le monde entre T2 2020 et T2 2021**



Source : IDC – « Worldwide Quarterly Ethernet Switch and Router Tracker » (Septembre 2021)

Au deuxième trimestre 2021, TECHNICALOR<sup>21</sup> était en position de leader en termes de ventes sur le marché mondial des routeurs et commutateurs Ethernet avec près de 16% de parts de marché<sup>22</sup>. Les autres acteurs significatifs sur ce marché relativement concentré sont :

- HUAWEI : société chinoise créée en 1987 et historiquement positionnée sur la fourniture de réseaux de télécommunication aux opérateurs (antennes-relais, DSLAM, routeurs), développant également depuis 2011 une activité de fabrication et distribution de terminaux domestiques ;
- ARISTA NETWORKS : société américaine fondée en 2004 et spécialisée dans la fourniture de matériel de réseau informatique, notamment les commutateurs réseau ;
- (NEW) H3C : société chinoise fondée en 2003, spécialisée notamment dans la production de routeurs et commutateurs réseau ;
- HEWLETT PACKARD ENTERPRISE : société américaine fondée en 2015 à la suite d'un *spin-off* de la société HEWLETT-PACKARD afin de séparer les activités PC et imprimantes des activités de gestion de serveurs et de services informatiques ;
- ARRIS INTERNATIONAL : société américaine fondée en 1995, historiquement spécialisée dans la fourniture d'équipements de télécommunication tels que les modems et plus récemment les terminaux domestiques Internet et vidéos ;
- ZTE : société chinoise fondée en 1985 et cotée aux bourses de Hong Kong et de Shenzhen, spécialisée dans les équipements télécoms (infrastructure, routeurs/commutateurs, téléphonie mobile, etc.) ;
- SAGEMCOM : entreprise française spécialisée dans les équipements télécoms et audio-vidéo, créée en 2005 à la suite d'une *carve-out* des activités « télécoms » de SAGEM avant sa fusion avec SNECMA pour former SAFRAN.

<sup>21</sup> Via CISCO CONNECTED DEVICES, activité rachetée par la société à CISCO en 2015 (cf.3.2).

<sup>22</sup> Estimation TECHNICALOR 2021 sur la base de l'étude DELL'ORO "Service Provider Router & Switch Quarterly Report".

### 4.1.2 Risques et enjeux

Sur le marché des équipements télécoms et Internet, l'innovation est un élément clé dans la stratégie des acteurs : ces derniers sont en effet confrontés à la nécessité de proposer des produits de plus en plus innovants afin d'assurer (i) l'intégration dans leurs solutions des dernières technologies et normes (telles que DOCSIS 3.1 ou la WiFi 6) pour une vitesse de connexion accrue, (ii) des capacités plus importantes en termes de bande passante de données et pour ce qui est des terminaux domestiques, et (iii) un usage multiple ainsi que l'interfaçage avec les différentes fonctionnalités de la maison connectée de demain.

Ainsi, la R&D est un poste de dépenses important chez les fabricants d'équipements télécoms et Internet : En 2020, le taux de R&D moyen des principaux acteurs du secteur s'élevait par exemple à 12,7% du chiffre d'affaires consolidé<sup>23</sup>.

Les acteurs du marché sont également très exposés aux variations de prix des composants nécessaires à la fabrication de leurs produits, comme les semi-conducteurs<sup>24</sup>, dont le marché est particulièrement concentré. La société taiwanaise TSMC détient à titre d'exemple plus de 50% de la production mondiale et près de 85% de celle des semiconducteurs mesurant moins de 7 nanomètres<sup>25</sup>. Compte tenu de la forte concentration du secteur, le ralentissement d'activité induit par la crise sanitaire a été à l'origine d'une pénurie, ce qui a créé des difficultés d'approvisionnement à l'échelle mondiale et une hausse significative des prix.

### 4.1.3 Perspectives d'évolution

Comme précisé ci-avant, la crise liée à la Covid-19 a entraîné un ralentissement de la production en début de pandémie à la suite de la fermeture de sites, ce qui a mis en difficulté les fabricants de semi-conducteurs qui ont dû faire face à une forte demande, notamment de la part des fabricants de routeurs, en raison entre autres des confinements et du recours massif au télétravail.

C'est ainsi qu'à la fin du T1 2021, les commandes de puces mémoires (dont la production dépend notamment de celles des semi-conducteurs) ont eu de tels retards que les délais de livraison des routeurs ont pu s'étendre jusque 60 semaines<sup>26</sup>. Un retour « à la normale » n'est a priori pas prévu avant mi-2022 voire 2023<sup>27</sup> au niveau du secteur, mais pour ce qui est du Groupe, un retour à des niveaux d'activité d'avant crise est prévu pour 2022, grâce à la mise en place de mesures de compensation et de délais de paiement supplémentaires.

Cependant, à côté des difficultés logistiques qu'elle a entraînées, la crise sanitaire a aussi été à l'origine de nouvelles dynamiques pour les acteurs de l'industrie des équipements télécoms et Internet.

<sup>23</sup> XERFI – « L'industrie mondiale des équipements télécoms » (Décembre 2021).

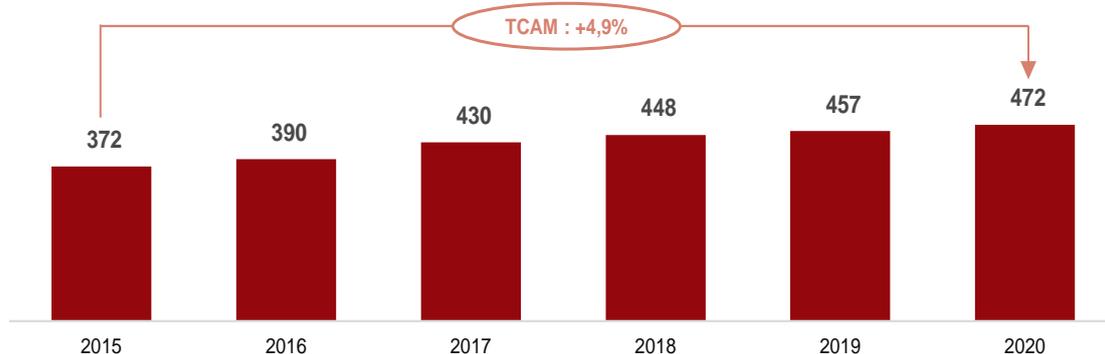
<sup>24</sup> Matériau plus ou moins conducteur en électricité, utilisé notamment pour fabriquer les puces électroniques que l'on retrouve dans beaucoup des appareils que nous utilisons tous les jours (voitures, avions, électroménager, smartphones, objets connectés, montres, jouets, etc.).

<sup>25</sup> LES ECHOS – « Zoom sur la crise des semi-conducteurs » (Novembre 2021).

<sup>26</sup> BLOOMBERG – « Sixty-Week Delay on Router Orders Shows Scale of Chip Crisis » (Avril 2021).

<sup>27</sup> LES ECHOS – « Zoom sur la crise des semi-conducteurs » (Novembre 2021).

**Figure 9 – Chiffre d'affaires cumulé (en M€) des leaders mondiaux du secteur des équipements télécoms entre 2015 et 2020**



Source : XERFI – « L'industrie mondiale des équipements télécoms » (Décembre 2021)

Le graphique ci-dessus montre aussi que les leaders mondiaux du secteur ont fait preuve d'une certaine résilience face à la crise sanitaire avec un chiffre d'affaires en hausse de +3,3% en 2020 par rapport à 2019.

Pour ce qui est des fabricants de routeurs et commutateurs réseau, les besoins en installations internet sont soutenus par des sous-jacents tels que le nombre d'utilisateurs d'internet ou encore d'appareils connectés qui ne cessent de croître, même en période de crise.

**Figure 10 – Évolution du nombre d'utilisateurs Internet dans le monde (en milliards) entre 2005 et 2021**



Source : ITU – « Measuring digital development (Facts and figures 2021) »

L'intensification du trafic Internet mondial est un de ces sous-jacents participant à la croissance des besoins en installations. Près de 5 milliards de personnes utilisaient Internet en 2021, un chiffre qui a quadruplé en une quinzaine d'années et dont la croissance est notamment due à la consommation de services requérant une connexion Internet comme ceux proposés par les plateformes OTT<sup>28</sup>.

<sup>28</sup> Over the Top.

**Figure 11 – Nombre de dispositifs connectés (IoT et M2M en milliards) dans le monde en 2018, et prévus en 2025 et 2030**



Source : STATISTA

\* : chiffres estimés

Un autre de ces sous-jacents est la multiplication des appareils connectés : comptabilisés au nombre de 22 milliards en 2018, le nombre de dispositifs *IoT*<sup>29</sup> (et plus largement *M2M*<sup>30</sup>) devrait être de 39 milliards en 2025 et 50 milliards en 2030, ce qui représente des croissances de 75% et 127% par rapport à 2018 respectivement.

Ainsi, l'intensification attendue du trafic Internet mondial, associée au développement du nombre de dispositifs *IoT* et de connexions *M2M*, nécessitera le renouvellement et le développement de nouveaux terminaux domestiques, source d'opportunités pour les principaux acteurs des équipements télécoms et Internet.

<sup>29</sup> *Internet of Things*.

<sup>30</sup> "*Machine to Machine*" qui désigne l'utilisation de l'informatique et des télécommunications afin de permettre une connexion entre "machines" sans intervention humaine.

## 4.2 L'industrie de la production cinématographique et audiovisuelle (TECHNICOLOR CREATIVE STUDIOS)

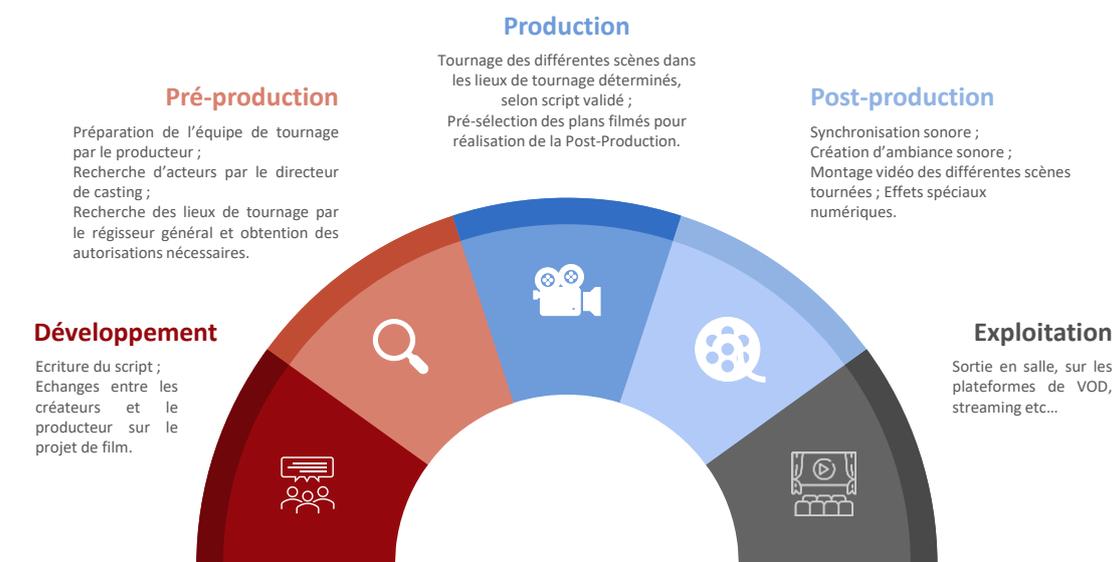
### 4.2.1 Positionnement de TECHNICOLOR dans l'industrie de la production cinématographique, audiovisuelle et des jeux vidéo

Avec ses solutions d'Effets Visuels et d'Animation (cf. 3.3.2), le segment TECHNICOLOR CREATIVE STUDIOS intervient sur les marchés de la production cinématographique et audiovisuelle (films, séries, émissions de télévision, publicité) et de l'animation/jeux vidéo.

#### ■ Production cinématographique et audiovisuelle

La chaîne de valeur de l'industrie cinématographique<sup>31</sup> et les différentes phases de la réalisation d'un projet de film peuvent se présenter de la manière suivante :

**Figure 12 – Étapes de la fabrication d'un film**



Sources : *RETOUR VERS LE CINEMA – « les étapes de fabrication d'un film » (Septembre 2021), Analyses Finexsi*

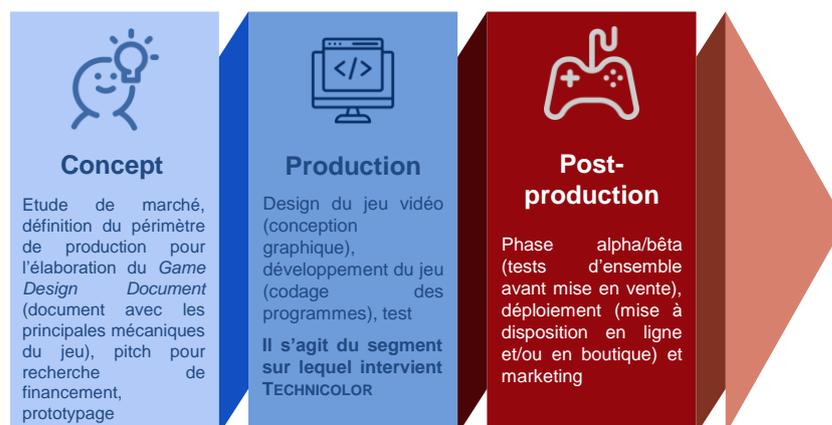
<sup>31</sup> Incluant les spots publicitaires.

- **Développement** : dès lors qu'une idée de film, série ou publicité est trouvée par le réalisateur ou le producteur, un scénariste est contacté pour la développer et en rédiger le scénario. Durant le processus de développement, pouvant être relativement long (plusieurs mois, voire années), des échanges ont lieu entre les créateurs et le producteur en vue de valider le script et préparer la phase de pré-production ;
- **Pré-production** : une fois le script réalisé, le producteur va engager une équipe incluant notamment (i) un réalisateur chargé de diriger les acteurs, (ii) un directeur de casting en charge de trouver les acteurs, (iii) un directeur de la photographie qui préparera l'apparence qu'aura le film du point de vue de l'image et de la lumière et (iv) un régisseur général, dont le travail consiste à chercher les lieux où seront tournées les scènes du film. En parallèle, le producteur a également la charge d'obtenir les financements nécessaires au développement des prochaines phases du projet ;
- **Production** : cette phase correspond à la phase de tournage, dont il ressort le filmage d'un volume important de données vidéos, en support numérique ou pellicule, appelées « *rushes* ». Les *rushes* retenus pour l'élaboration du film feront alors l'objet d'un travail de post-production ;
- **Post-Production** : cette étape comprend notamment (i) le montage vidéo des prises réalisées lors de la production, (ii) la synchronisation sonore (le son étant enregistré séparément de l'image au moment de la prise), (iii) le montage sonore (réalisation des bruitages, du design sonore, de la bande originale, rajout de voix off, etc.) et (iv) la réalisation des effets spéciaux ;
- **Exploitation** : une fois le film terminé, c'est-à-dire que le montage a été effectué et validé par l'ensemble des parties prenantes, il est proposé au public : il y a différentes façons de la faire mais la sortie en salle reste le moyen le plus commun de la faire. C'est à ce moment-là que les distributeurs vont intervenir : ces derniers vont acquérir des droits sur le film afin d'en faire des copies pour les distribuer. C'est aussi le distributeur qui est en charge de toute la promotion du film.

## ■ Jeux vidéo

Très semblables à celles de l'industrie cinématographique, les étapes de création d'un jeu vidéo se décomposent en trois grandes phases : la création du concept, la production et la post-production.

**Figure 13 – Étapes de création d'un jeu vidéo**



Source : YNOV BORDEAUX – « Créer des jeux vidéo : Comment ça se passe ! »

Prépondérants dans les jeux vidéo et de plus en plus au cinéma, les effets spéciaux jouent un rôle clé dans les créations issues de ces deux industries : de nombreux films à grandes audiences ou séries reposent en effet sur ces technologies, à l'image des films DISNEY en « *live-action* » ou encore des *Avengers* et autres séries *MARVEL*.

■ **Environnement concurrentiel**

En tant que leader dans les services d'effets visuels et d'animation<sup>32</sup>, l'environnement concurrentiel des TECHNICOLOR CREATIVE STUDIOS est composé de multiples acteurs, pour la plupart spécialisés dans un ou deux domaines spécifiques, tels que présentés ci-dessous :

**Figure 14 – Acteurs clés de la production cinématographique mondiale**

Effets Visuels Films, Séries & TV	Publicité	Animation	Jeux
<ul style="list-style-type: none"> <li>• MPC</li> <li>• CINESITE</li> <li>• DIGITAL DOMAIN</li> <li>• DNEG</li> <li>• FRAMESTORE (dont METHOD et ENCORE racheté en 2020)</li> <li>• ILM (DISNEY)</li> <li>• PIXOMONDO</li> <li>• RODEO FX</li> <li>• SONY PICTURES IMAGEWORKS</li> <li>• SCANLINE VFX (NETFLIX)</li> <li>• WETA FX</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• THE MILL</li> <li>• FRAMESTORE (dont METHOD et ENCORE racheté en 2020)</li> <li>• MEDIAMONKS</li> <li>• Sociétés de productions internes aux sociétés de publicité internationales</li> <li>• Grandes agences de conseil (ex: ACCENTURE INTERACTIVE) et agences locales</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• MIKROS ANIMATION</li> <li>• ANIMAL LOGIC</li> <li>• BARDEL ENTERTAINMENT</li> <li>• CGCG</li> <li>• CINESITE</li> <li>• DNEG</li> <li>• ICON CREATIVE STUDIOS</li> <li>• REEL FX</li> <li>• JELLYFISH PICTURES</li> <li>• SONY PICTURES IMAGEWORKS</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• TECHNICOLOR GAMES</li> <li>• AMBER</li> <li>• GLASS EGG DIGITAL MEDIA</li> <li>• KEYWORDS STUDIOS</li> <li>• ORIGINAL FORCE</li> <li>• ROCKSALT INTERACTIVE</li> <li>• VIRTUOS LTD</li> </ul>

Sources : Documents d'enregistrement universels 2019 et 2020

À noter que pour ce qui est du segment « Animation / Jeux », les acteurs mentionnés ci-dessus sont des spécialistes de la conception graphique intervenant principalement sur la phase de production du jeu vidéo, et non pas des éditeurs-développeurs qui interviennent quant à eux sur l'ensemble du processus de conception.

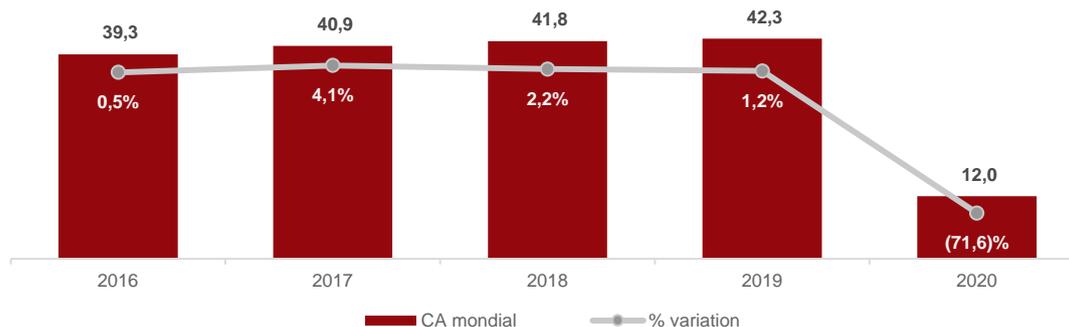
<sup>32</sup> Cf. Présentation aux investisseurs du 24 février 2021.

## 4.2.2 Perspectives d'évolution

### ■ Production cinématographique et audiovisuelle

Le secteur de la production cinématographique est sans doute l'une des activités qui aura été la plus impactée par la pandémie de Covid-19 : pendant plus d'un an, les salles de cinéma ont en effet été fermées, les festivals annulés et les sorties de films indéfiniment reportés.

**Figure 15 – Revenus du box-office entre 2016 et 2020 (en Mds\$)**



Source : STATISTA

En conséquence, après une croissance annuelle moyenne de 2,5% entre 2016 et 2019, les revenus générés par le box-office mondial se sont effondrés en 2020, passant de 42 Mds\$ à 12 Mds\$, soit une baisse de 72% par rapport à 2019.

Cependant, la crise sanitaire a permis l'émergence de nouvelles tendances dans les domaines d'expertise de TCS. Avec la fermeture des salles de cinéma et les multiples mesures de confinement, la consommation mondiale de contenus vidéo en digital (notamment en *streaming* ou sur plateformes OTT) a considérablement augmenté en 2020, passant de 41,4 Mds€ à 54,1 Mds€, soit une augmentation de +31% sur la période.

Cette tendance se matérialise notamment à travers des changements quant à la sortie de certaines productions : en avril 2020, le studio UNIVERSAL PICTURES a pris la décision de sortir son film « *Trolls World Tour* » en *day-and-date*<sup>33</sup>, sans respecter la traditionnelle fenêtre de 90 jours entre la sortie en salles et sur d'autres plateformes et supports<sup>34</sup>. L'année 2021 a également marqué un tournant au sein des différentes cérémonies de récompense du secteur : les films sortis en ligne ont en effet fait leur entrée au sein de cérémonies comme les OSCARS ou les EMMY. C'est ainsi que « *Nomadland* », sorti en exclusivité sur la plateforme HULU, a été récompensé trois fois, notamment avec l'Oscar du meilleur film, ou que Netflix a pu réunir 35 nominations et remporter sept récompenses, ce qui est plus que beaucoup des studios en compétition cette année-là<sup>35</sup>.

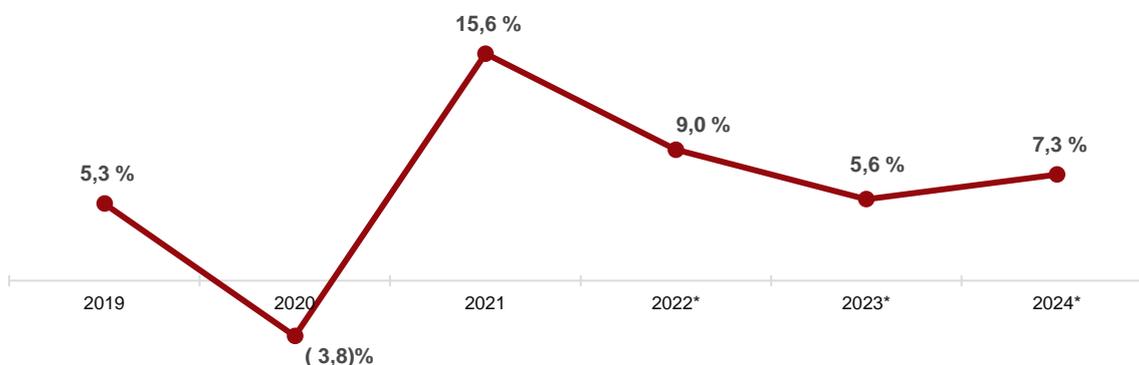
<sup>33</sup> Correspond à la sortie de film en simultanée sur plusieurs plateformes de diffusion.

<sup>34</sup> CNBC – "Universal to release movies online while they are in theaters, starting with 'Trolls World Tour'" (16 mars 2020).

<sup>35</sup> ABC NEWS – "How COVID-19 changed the movie industry" (18 juillet 2021).

## ■ Publicité

**Figure 16 – Taux de croissance des dépenses publicitaires mondiales entre 2019 et 2024**

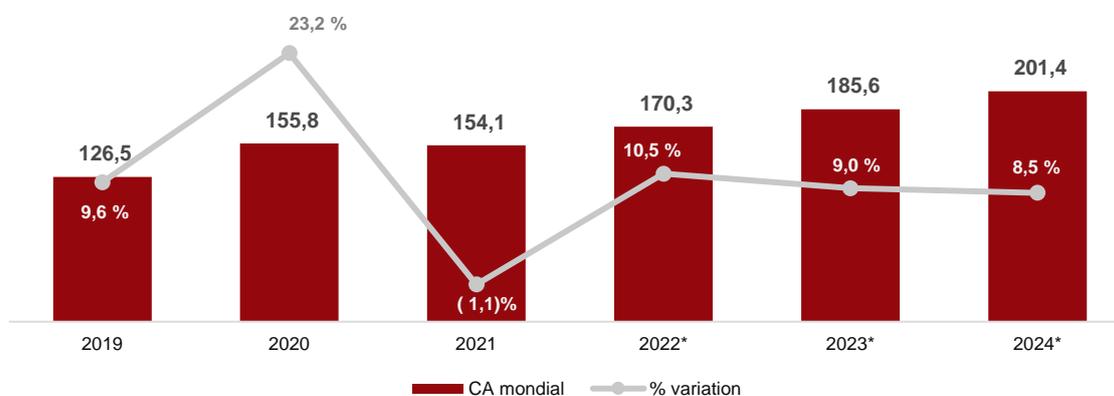


Source : STATISTA

Concernant le secteur de la publicité, les dépenses publicitaires mondiales ont enregistré un taux de croissance de près de 16% en 2021, après la baisse de -3,8% observée en 2020. Par ailleurs, cette dynamique devrait perdurer au cours des années à suivre puisque des taux annuels de croissance compris entre 6 et 9% sont attendus pour les années 2022, 2023 et 2024.

## ■ Jeux vidéo

**Figure 17 – Chiffre d'affaires (en Mds€) généré par le marché mondial du jeu vidéo entre 2019 et 2024**



Source : NEWZOO – « 2021 Global Games Market Report ».

Enfin, le secteur des jeux vidéo anticipe une croissance tout aussi soutenue pour les années à venir : après une légère baisse de -1,1% en 2021, le marché mondial du jeu vidéo devrait en effet progresser en moyenne de +9,3% par an jusqu'en 2024, avec un chiffre d'affaires total passant de 154 Mds€ à 201 Mds€ sur la période.

Après avoir été significativement affecté par la crise sanitaire, le secteur de la production cinématographique et audiovisuelle a retrouvé une dynamique qui pourrait le faire revenir à des niveaux d'activité d'avant crise dès 2023<sup>36</sup>. La relative résilience des secteurs de la publicité et du jeu vidéo, ainsi que les niveaux de croissance attendus sur ces marchés dans les années à venir constituent de solides sous-jacents pour les activités de services de production à moyen terme.

### 4.3 Marché de la vidéo physique (Services DVD)

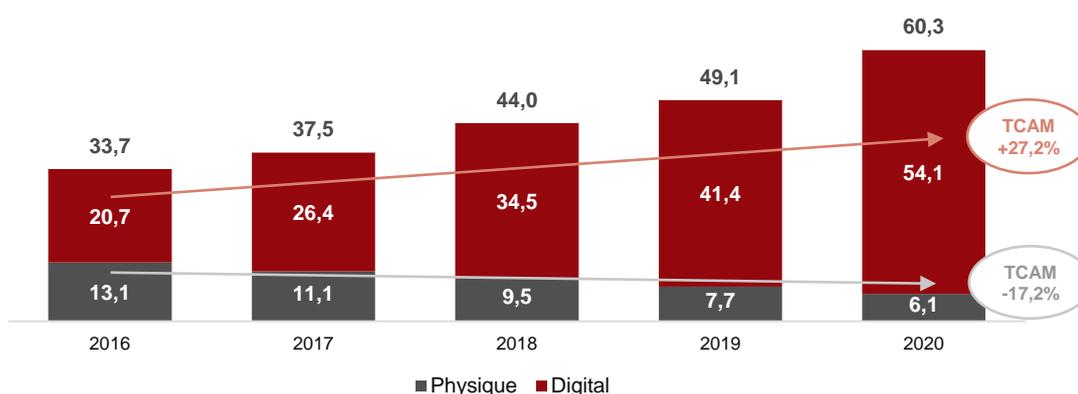
#### 4.3.1 Positionnement de TECHNICOLOR dans l'industrie de la vidéo physique

Le marché des services de réplique, d'emballage et de distribution de CD, DVD, Blu-Ray et Ultra-HD est dominé par TECHNICOLOR qui détenait en 2021 près de 70% de parts de marché dans le monde et 90% aux États-Unis<sup>37</sup>. À l'échelle mondiale, deux autres acteurs se démarquent sur ce marché :

- SONY DADC, filiale de la Société multinationale japonaise SONY CORPORATION cotée à la bourse de Tokyo et fondée en 1983, spécialisée dans la fabrication de CD, DVD, UMD et Blu-Ray ; et
- ARVATO ENTERTAINMENT, filiale du groupe allemand BERTELSMANN fondée en 1958, spécialisée dans la réplique de CD et DVD.

À noter cependant que ces deux derniers acteurs tendent à concentrer leur activité « DVD » sur le marché européen. C'est à ce titre que SONY DADC a signé en 2018 un accord de sous-traitance pour l'Amérique du Nord et l'Australie avec le Groupe.

**Figure 18 – Dépenses mondiales (en Mds€) en films à domicile entre 2016 et 2020**



Source : XERFI, « L'industrie mondiale du divertissement » (Septembre 2021)

<sup>36</sup> VARIETY – “Global Box Office Set for Strong Recovery in 2022, Analyst Forecasts” (15 décembre 2021).

<sup>37</sup> Document d'enregistrement universel 2020.

En raison du développement des offres digitales (*streaming*, OTT), le marché de la vidéo physique s'est fortement contracté au cours des dernières années. En effet, comme présenté dans le graphique ci-dessus, les ventes physiques (des achats et locations de DVD et Blu-Ray) n'ont cessé de baisser entre 2016 et 2020, passant de 13,1 Mds€ à 6,1 Mds€ (soit un déclin annuel moyen de -17,2%), au profit des ventes digitales (VOD, *streaming*, TV payante) qui sont passées de 20,7 Mds€ à 54,1 Mds€ avec une augmentation de près de +31% en 2020 par rapport à 2019, conséquence directe de la crise sanitaire.

#### 4.3.2 Perspectives d'évolution

Comme présenté ci-avant, les niveaux de vente en physique de films n'ont cessé de baisser ces dernières années, une dynamique qui semble structurelle et dont la pente tend à s'accroître.

Cependant, il existe quelques tendances contribuant à faire vivre l'industrie du DVD.

En voici deux exemples :

- La qualité proposée pour les films : tandis que les films en streaming sont proposés avec une définition de 25 mégabits par seconde sur Apple TV+ (qui propose des films avec l'une des définitions parmi les meilleures du marché), un film en Blu-Ray 4K offre une définition entre 82 et 128 mgps<sup>38</sup> ;
- La propriété des copies : une copie DVD ou Blu-Ray d'un film appartient de manière « indéfinie » à son propriétaire. La propriété via l'abonnement streaming est quant à elle dépendante de la durée de l'abonnement et des différents partenariats et droits de diffusion entre la plateforme et les studios de production.

---

<sup>38</sup> BUSINESS INSIDER – “*Streaming may be everywhere, but DVDs are far from dead. Here's why collectors stock up on thousands of physical discs even as film goes digital*” (17 juin 2021)

## 4.4 Matrice SWOT

Les forces et faiblesses de la Société, ainsi que les menaces et opportunités auxquelles elle est confrontée sur ses marchés, sont synthétisées dans la matrice ci-dessous :

**Figure 19 – Matrice SWOT de TECHNICOLOR**



Source : Analyse Finexsi

## 5. Analyse financière de TECHNICOLOR

Nous présentons ci-après les comptes certifiés (le compte de résultat, le bilan et le tableau de flux de trésorerie du Groupe) et l'évolution de leurs principaux agrégats entre 2019 et 2021.

### 5.1 Compte de résultat consolidé sur la période 2019-2021

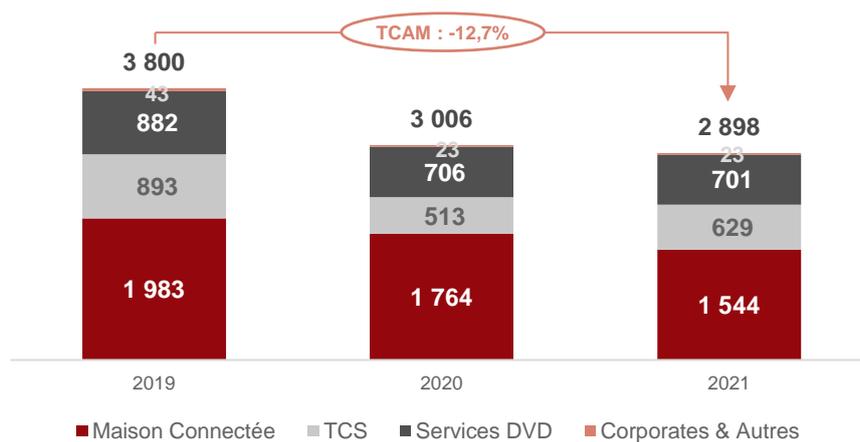
Tableau 2 – Compte de résultat consolidé de TECHNICOLOR entre 2019 et 2021

en M€	2019	2020	2021
Chiffre d'affaires	3 800	3 006	2 898
Coût de l'activité	(3 375)	(2 729)	(2 494)
<b>Marge brute</b>	<b>425</b>	<b>278</b>	<b>404</b>
Frais commerciaux et administratifs	(323)	(283)	(263)
Frais de recherche et développement	(114)	(94)	(84)
Coûts de restructuration	(31)	(100)	(37)
Pertes de valeur nettes sur actifs non courants op.	(63)	(75)	(5)
Autres produits (charges)	(15)	8	14
<b>Résultat avant ch. financières et impôts (EBIT)</b>	<b>(121)</b>	<b>(267)</b>	<b>30</b>
<b>EBITDA ajusté</b>	<b>324</b>	<b>163</b>	<b>268</b>
Produits d'intérêts	1	4	-
Charges d'intérêts	(70)	(82)	(126)
Produit net de la restructuration financière	-	158	-
Autres produits (charges) financiers nets	(15)	(3)	-
<b>Produits (charges) financiers nets</b>	<b>(84)</b>	<b>77</b>	<b>(127)</b>
Résultat des sociétés mises en équivalence	(1)	-	-
Impôt sur les résultats	(3)	(5)	(24)
<b>Résultat net des activités poursuivies</b>	<b>(208)</b>	<b>(196)</b>	<b>(121)</b>
Résultat net des activités arrêtées ou en cours de cession	(22)	(15)	(19)
<b>Résultat net de l'exercice</b>	<b>(230)</b>	<b>(211)</b>	<b>(140)</b>
<i>Attribuable aux :</i>			
• actionnaires de Technicolor SA	(230)	(207)	(140)
• participations ne donnant pas le contrôle	-	-	-
<b>KPIs</b>			
- CA (%N-1)	n/a	(20,9)%	(3,6)%
- Marge brute (%CA)	11,2 %	9,2 %	13,9 %
- EBIT (%CA)	(3,2)%	(8,9)%	1,0 %
- EBITDA ajusté (%CA)	8,5 %	5,4 %	9,2 %
- RN consolidé (%CA)	(6,1)%	(7,0)%	(4,8)%

Sources : Document d'enregistrement universel 2020, comptes consolidés 2021

Le chiffre d'affaires et l'EBITDA ajusté sont les deux principaux indicateurs de performance sur lesquels communique le Groupe. Pour rappel, l'EBITDA ajusté correspond à l'EBIT auquel ont été réintégrés (i) les amortissements et les dépréciations d'actifs, (ii) les coûts de restructuration, (iii) les autres produits et charges non récurrents, (iv) les coûts d'utilisation des capacités de calcul dans le *cloud*, (v) les charges d'amortissements d'actifs et (vi) l'impact des provisions pour risques, garanties et litiges.

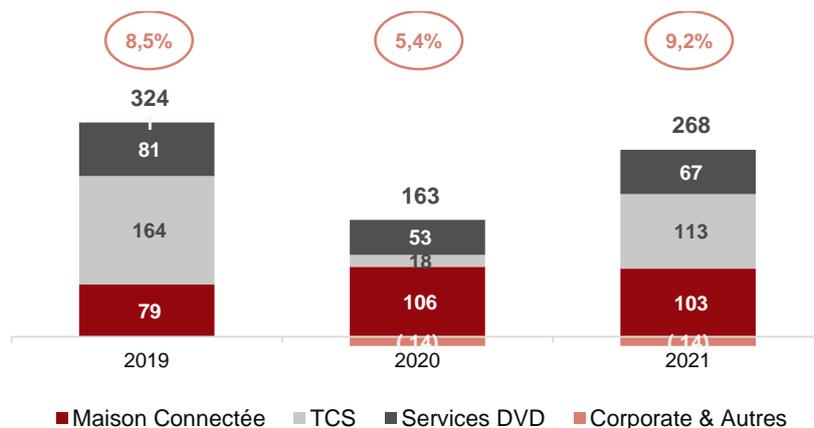
**Figure 20 – Évolution du chiffre d'affaires de TECHNICOLOR entre 2019 et 2021**



Sources : Document d'enregistrement universel 2020, comptes consolidés 2021

Entre 2019 et 2021, le chiffre d'affaires de TECHNICOLOR a diminué de près de 24%, passant de 3 800 à 2 898 M€. Outre les effets de change défavorables, le Groupe a particulièrement été impacté par les effets de la crise sanitaire, et ce sur l'ensemble de ses segments d'activité. Le chiffre d'affaires du Groupe a en effet diminué de -21 % sur l'exercice 2020.

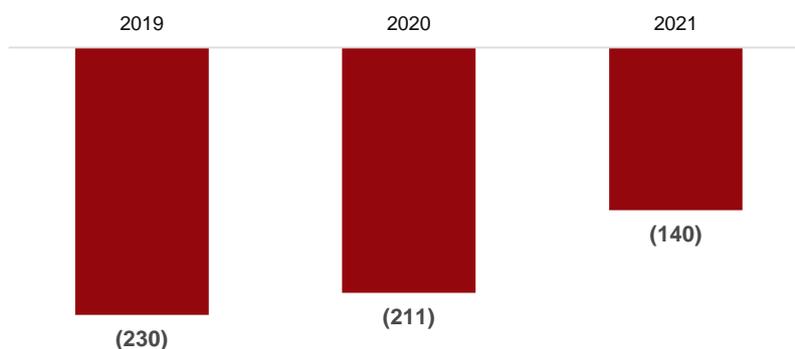
Sur l'exercice 2021, en dépit de la poursuite de la crise sanitaire, le chiffre d'affaires du Groupe a enregistré une baisse moins importante que sur l'exercice précédent. Malgré la persistance des problématiques que rencontre l'industrie des fabricants d'équipements télécoms et Internet, le regain d'activité sur le segment TCS (chiffre d'affaires en hausse de +23% sur l'exercice), porté notamment par la reprise progressive des productions cinématographiques mondiales, a permis de partiellement compenser la baisse de chiffre d'affaires du segment Maison Connectée (-13% par rapport à 2020).

**Figure 21 – Évolution de l'EBITDA ajusté de Technicolor sur la période 2019-2021**

Sources : Document d'enregistrement universel 2020, comptes consolidés 2021

En dépit du ralentissement très significatif de l'activité enregistré sur la période, la marge d'EBITDA ajusté du Groupe a fait preuve de résilience, s'établissant entre 5,4 et 9,2% du chiffre d'affaires en 2020 et 2021 :

- La baisse de l'Ebitda ajusté en 2020 (soit -50%) est accentuée par rapport à celle relevée pour le chiffre d'affaires. En effet, le taux de profitabilité opérationnelle est en diminution de plus de 3 points du fait d'une moindre absorption des frais fixes dans un contexte de réduction de l'activité. Cette baisse s'explique principalement par les difficultés rencontrées par l'activité TCS pour laquelle l'EBITDA ajusté s'est dégradé de près de -90% en 2020 ;
- Entre 2020 et 2021, l'EBITDA ajusté s'est significativement redressé, en raison principalement de l'effet conjugué de la reprise des activités du segment TCS et de l'amélioration des marges des segments Services DVD (+2,1 points sur la période) et Maison Connectée (+ 0,7 point) résultant de la mise en œuvre des différents plans de transformation initiés par le Groupe.

**Figure 22 – Évolution du résultat net consolidé de TECHNICOLOR entre 2019 et 2021**

Sources : Document d'enregistrement universel 2020, comptes consolidés 2021

En dépit d'une hausse des charges financières sur toute la période 2019-2021 du fait notamment des restructurations financières entreprises à l'été 2020 (passant de -70 à -126 M€) le résultat consolidé de TECHNICOLOR n'a quant à lui cessé de s'améliorer, bien que restant négatif (-140 M€) en 2021. Cette évolution sur la période s'explique notamment par :

- L'amélioration de la structure de coûts du Groupe, résultat des différents plans de transformation mis en place depuis 2018 ;
- L'enregistrement d'un produit financier de 158 M€ en 2020, (gain *non-cash* sur la valorisation des titres de capital et de dettes du Groupe en application des normes IFRS). Ce produit compense notamment les coûts de restructuration de l'exercice 2020 ; et de :
- La constatation de pertes de valeur sur les actifs immobilisés du Groupe moins importantes en 2021 (-5 M€) que sur les exercices 2019 et 2020 où ces dernières s'élevaient à -63 et -75 M€ respectivement.

## 5.2 Bilan consolidé sur la période 2019-2021

L'évolution du bilan de TECHNICOLOR sur la période 2019-2021 est résumée ci-après :

Tableau 3 – Bilan consolidé de TECHNICOLOR entre 2019 et 2021

En M€	12/31/2019	12/31/2020	12/31/2021
Immobilisations incorporelles	1 768	1 390	1 426
Immobilisations corporelles	191	140	162
Immobilisations financières	40	62	59
Impôts différés actifs	52	45	50
Autres actifs non courants	32	27	35
<b>Actifs non courants</b>	<b>2 082</b>	<b>1 665</b>	<b>1 730</b>
Stocks	243	195	335
Clients et effets à recevoir	507	425	359
Actifs sur contrats clients	79	63	94
Autres actifs d'exploitation courants	184	224	243
<b>Actifs d'exploitation courants</b>	<b>1 013</b>	<b>907</b>	<b>1 031</b>
Créance d'impôt	36	14	13
Autres actifs financiers courants	13	17	26
Trésorerie et équivalents de trésorerie	65	330	196
Actifs destinés à être cédés	-	76	3
<b>Total actif</b>	<b>3 210</b>	<b>3 009</b>	<b>2 999</b>
<b>Capitaux propres</b>	<b>36</b>	<b>165</b>	<b>134</b>
Dettes d'exploitation non courantes	400	381	315
Dettes financières	979	948	1 025
Dettes de loyers	224	122	145
Impôts différés passifs	27	15	20
Autres dettes non courantes	1	-	0
<b>Dettes non courantes</b>	<b>1 631</b>	<b>1 466</b>	<b>1 505</b>
Dettes d'exploitation courantes	1 404	1 228	1 263
Dettes financières	8	16	17
Dettes de loyers	87	56	48
Dettes d'impôts courantes	41	21	29
Passifs liés aux actifs destinés à la vente	-	56	-
Autres dettes courantes	2	2	3
<b>Dettes courantes</b>	<b>1 542</b>	<b>1 379</b>	<b>1 360</b>
<b>Total passif</b>	<b>3 210</b>	<b>3 009</b>	<b>2 999</b>

Sources : Document d'enregistrement universel 2020, comptes consolidés 2021

Les immobilisations incorporelles constituent les principaux actifs immobilisés de TECHNICOLOR : (80% en moyenne sur la période). Au 31 décembre 2021, ces dernières se composent principalement des écarts d'acquisition du Groupe (d'une valeur de 773 M€ en 2021), de ses différentes marques (261 M€), des brevets et autres immobilisations incorporelles (160 M€) et des relations clients (154 M€), ainsi que du droit d'utilisation au titre des contrats de location (143 M€) comptabilisé en application de la norme IFRS 16 à compter de l'exercice 2019.

Les actifs immobilisés de TECHNICOLOR ont enregistré une baisse de -16% entre 2019 et 2021 à la suite de la constatation de dépréciations sur les écarts d'acquisition et d'un impact de change défavorable sur les brevets et marques.

Tableau 4 – Endettement financier brut de TECHNICOLOR entre 2019 et 2021

En M€	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021
Dettes Nouveau Financement France		363	380
Dettes Nouveau Financement US		101	115
Emprunt à terme (EUR)	722	372	402
Emprunt à terme (USD)	258	95	111
<b>Sous-Total</b>	<b>980</b>	<b>931</b>	<b>1 008</b>
Dettes de loyers	312	178	192
Intérêts courus capitalisés PIK		16	17
Autres intérêts courus		16	17
Autres dettes	6	1	1
<b>Endettement financier brut</b>	<b>1 298</b>	<b>1 142</b>	<b>1 235</b>

Sources : Document d'enregistrement universel 2020, comptes consolidés 2021

Au 31 décembre 2019, l'endettement financier brut de TECHNICOLOR s'élevait à 1 298 M€ et constitué principalement d'emprunts à terme émis par le Groupe en décembre 2016 et mars 2017 et libellés en dollar et en euro. Avec la crise sanitaire liée à la Covid-19 survenue en début d'année 2020 et les nouvelles difficultés financières qu'elle a engendrées pour le Groupe<sup>39</sup>, TECHNICOLOR a amorcé des discussions avec ses créanciers qui ont abouti le 22 juin 2020 à la conclusion d'un accord de principe. Cet accord comprenait notamment un plan de restructuration financière qui a permis au Groupe de (i) renégocier les termes du solde de ses emprunts à terme existant et (ii) d'obtenir de nouveaux emprunts. C'est ainsi que le 16 juillet 2020, TECHNICOLOR a pu effectuer l'émission de deux nouveaux emprunts par l'intermédiaire de ses filiales TECHNICOLOR USA INC. (prêt à terme libellé en dollar) et TECH 6 (emprunt obligataire libellé en euro et soumis au droit de l'Etat de New-York) et que la dette relative aux emprunts à terme historiques du Groupe a pu être réaménagée dans le cadre d'un accord de financement qui a pris effet le 22 septembre 2020.

Les intérêts de ces nouveaux financements comportent une dimension en numéraire (« autres intérêts courus » dans le tableau ci-dessus) et capitalisée (« Intérêts capitalisés courus PIK »).

Les lignes de dettes du Groupe ont pour échéances les 30 juin et 31 décembre 2024.

Par ailleurs, le Groupe dispose d'une facilité de crédit confirmée (la ligne WELLS FARGO) pour un montant total de 125 M\$ (soit, 110 M€ au cours du 31 décembre 2021) qui a été prolongée et arrivant à échéance 4 ans après le closing de l'opération. Cette ligne de crédit n'est pas utilisée au 30 juin 2022.

<sup>39</sup> Cf. 3.2.

### 5.3 Flux de trésorerie sur la période 2019-2021

Tableau 5 : Tableau de flux de trésorerie synthétique de TECHNICOLOR entre 2019 et 2021

En M€	2019	2020	2021
Résultat net sur l'exercice	(230)	(211)	(140)
Résultat net des activités arrêtées ou en cours de cession	(22)	(15)	(19)
<b>Résultat net des activités poursuivies</b>	<b>(208)</b>	<b>(196)</b>	<b>(121)</b>
<b>Flux de trésorerie nets liés aux activités opérationnelles</b>	<b>70</b>	<b>(86)</b>	<b>14</b>
<b>Flux de trésorerie nets liés aux activités d'investissement</b>	<b>(171)</b>	<b>(133)</b>	<b>(67)</b>
Cession d'actions propres	1	-	-
Augmentation de capital	-	60	0
Augmentation des dettes financières	1	760	0
Remboursement des dettes de loyers	(91)	(85)	(62)
Remboursement des dettes financières	(5)	(158)	(1)
Frais liés aux opérations de financement	(1)	(60)	(2)
Autres	4	5	(4)
<b>Flux de trésorerie nets liés aux activités de financement</b>	<b>(91)</b>	<b>522</b>	<b>(68)</b>
Flux de trésorerie nets liés aux activités arrêtées ou en cours de cession	(33)	(23)	(29)
<b>Variation de trésorerie</b>	<b>(226)</b>	<b>280</b>	<b>(149)</b>
Trésorerie et équivalents de trésorerie, début de période	291	65	330
Effet des variations de change et de périmètre sur la trésorerie	-	(16)	16
<b>Trésorerie et équivalents de trésorerie, fin de période</b>	<b>65</b>	<b>330</b>	<b>196</b>

Sources : Rapport financier annuel 2021, analyses FINEXSI

Dans le contexte de crise sanitaire, les flux de trésorerie liés aux activités opérationnelles se sont détériorés sur l'exercice 2020 (passant de 70 à -86M€).

La restructuration financière du Groupe qui a eu lieu sur l'exercice 2020 avec l'obtention de nouveaux financements et les opérations sur le capital ont permis de compenser la dégradation de la trésorerie du Groupe résultant de ses difficultés opérationnelles.

## 5.4 Résultats du premier semestre 2022

TECHNICOLOR a publié les résultats de TCS du premier semestre 2022 le 28 juillet 2022.

Tableau 6 : Résultats TCS du premier semestre 2022

En M€	S1 2022	S1 2021	Variation à taux courant	Variation à taux constant
Chiffre d'affaires	1 601,0	1 352,0	18,4 %	8,8 %
EBITDA ajusté	134,0	94,0	43,1 %	30,7 %
En % du chiffre d'affaires	8,4 %	7,0 %	145 pbs	139 pbs
EBITA ajusté	48,0	10,0	na	na
En % du chiffre d'affaires	3,0 %	0,7 %		
<b>Flux de trésorerie disponible avant intérêts et impôts</b>	<b>(35,0)</b>	<b>(215,0)</b>	<b>+83,5%</b>	<b>+82,9%</b>

Sources : Communiqué de presse du 22 juillet 2022

TECHNICOLOR a réalisé un chiffre d'affaires de 1 601 M€, en hausse de +18,4% à taux de change courant par rapport au premier semestre 2021, marqué par une demande importante de contenus originaux malgré une contrainte d'approvisionnement persistante et la baisse de la croissance des dépenses publicitaires au deuxième trimestre 2022 en raison des conditions macroéconomiques.

L'EBITDA ajusté atteint 134 M€, soit 8,4% du chiffre d'affaires, en hausse de +43,1% à taux courant par rapport à 2021. Cette hausse s'explique principalement par l'amélioration des performances des activités TCS et Maison Connectée et les économies de coûts réalisées.

L'EBITA ajusté s'élève à 48 M€, contre un niveau de 10 M€ au premier trimestre 2021.

Le flux de trésorerie disponible avant intérêts et impôts s'élève à -35 M€, en hausse de 83,5% à taux courant par rapport au premier trimestre 2021, en raison d'une meilleure performance opérationnelle ainsi que de la baisse des coûts de restructuration et du besoin en fonds de roulement pour Maison Connectée.

- Concernant l'activité TCS, le chiffre d'affaires atteint 408 M€, en hausse de +53,3% à taux courant hors activité Post-Production cédée en avril 2021. Cette hausse s'explique notamment par l'augmentation de la demande de contenus originaux ;
- Dans un contexte perturbé de la chaîne d'approvisionnement mondiale, le chiffre d'affaires de Maison Connectée atteint 897 M€, en baisse de 16,4% à taux courant par rapport au premier trimestre 2021 ;
- Le chiffre d'affaires de l'activité Services DVD atteint 296 M€ au premier trimestre 2022, en hausse de 4,5% à taux courant malgré la baisse des volumes contrebalancée par les augmentations de prix des disques et la performance des nouveaux métiers en croissance (notamment la gestion des transports et le vinyle).

Par ailleurs, le Groupe a confirmé ses objectifs pour 2022, comprenant notamment la croissance de la demande pour les effets visuels produits par TCS ainsi qu'une demande soutenue pour les équipements haut débit de Maison Connectée avec cependant des difficultés liées aux pénuries de composants et des ralentissements liés au conflit entre la Russie et l'Ukraine. Concernant les Services DVD, le Groupe anticipe une amélioration des volumes liés aux nouvelles sorties toutefois compensée par une baisse des volumes de catalogues. TECHNICALOR souhaite diversifier la division avec notamment le développement des activités non-disques.

Les résultats de la Société sont en ligne avec les prévisions issues de son plan d'affaires.

## 6. Évaluation des actions du groupe TECHNICOLOR

### 6.1 Situation du groupe TECHNICOLOR en l'absence de l'Opération et incidence sur l'approche de valorisation

*Depuis notre rapport du 4 avril 2022, le contexte économique mondial a évolué défavorablement, sur fond d'intensification du conflit géopolitique entre la Russie et l'Ukraine, provoquant notamment de fortes tentions inflationnistes. Ceci ayant pour effet la baisse des marchés actions<sup>40</sup> et la hausse des taux d'intérêt sous l'impulsion des actions menées par les Banques centrales (BCE et FED notamment).*

*Ces phénomènes ont à la fois un impact direct sur les paramètres de marché utilisés dans le cadre des travaux d'évaluation (prime de risque et taux sans risque) ainsi que sur les prévisions d'exploitation de la Société qui ont fait l'objet d'une actualisation depuis lors.*

### 6.2 Données de bases pour l'évaluation de TECHNICOLOR

#### 6.2.1 Structure du capital et nombre d'actions

Nos calculs sont réalisés sur la base du nombre d'actions émises au 31 décembre 2021 (235.824.555 actions).

Le nombre d'actions ainsi déterminées au 31 décembre 2021, avant prise en compte de l'exercice et de la livraison des instruments dilutifs relatifs aux plans d'attribution d'actions gratuits, bons et options de souscription depuis cette date, ressort à 235.824.555 actions.

En ce qui concerne les plans d'options de souscription<sup>41</sup> consentis entre 2013 et 2015, compte tenu de prix d'exercice après regroupement d'actions compris entre 86,13 € et 191,97 €, ces options sont toutes largement hors de la monnaie et les actions potentielles issues de leur exercice ne sont donc retenues dans le nombre d'actions utilisé pour nos calculs.

Concernant les BSA Actionnaires émis dans le cadre de la restructuration financière du Groupe survenue en 2020, ces instruments étant actuellement hors de la monnaie, (présentant un prix d'exercice de 3,58 €), ils n'ont donc pas été retenus dans le nombre d'actions utilisées pour nos calculs.

S'agissant des plans d'attribution d'actions gratuites 2019 et 2020 (LTIP 2019, 2020 et ASP 2020), la totalité des 5.800.019 actions potentielles issues de ces plans à fin décembre 2021 a été prise en compte dans nos calculs sur la base des informations relatives à leurs conditions d'obtention communiquées par le Management.

Ainsi le nombre d'actions retenu dans le cadre de nos travaux s'élève à 241.624.574 actions.

<sup>40</sup> Baisse de 12,7% de l'indice CAC 40 entre le 23 février 22 (veille de l'annonce de l'Opération par le Société) et le 30 juin 2022.

<sup>41</sup> Management Incentive Plan (MIP).

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

L'ajustement permettant le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres a été déterminé sur la base des éléments de trésorerie et de dettes financières de TECHNICOLOR, tels qu'ils figurent dans les comptes consolidés au 31 décembre 2021.

Le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres au 31 décembre 2021 a été déterminé comme suit :

**Tableau 6 : Calcul de la dette nette ajustée au 31 décembre 2021 de TECHNICOLOR**

en M€	
Trésorerie	187
Equivalents de trésorerie	9
Dettes financières non courantes	(1 025)
Dettes financières courantes	(17)
<b>Dette nette</b>	<b>(846)</b>
Provisions pour risques et litiges relatifs aux activités poursuivies	(21)
Provisions pour garanties	(18)
Autres dettes financières courantes	(3)
Autres dettes non courantes - Instruments financiers dérivés	-
Intérêts minoritaires	-
Participations non consolidées	20
Titres des sociétés mises en équivalence	1
Autre actifs financiers non courants - Prêts et autres	2
Autres actifs financiers courants - Instruments financiers dérivés	2
Cession de l'activité Licences de Marques	100
<b>Autres ajustements</b>	<b>83</b>
<b>Passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des Fonds Propres</b>	<b>(763)</b>

Sources : Rapport financier annuel 2021, analyses FINEXSI

S'agissant des éléments d'ajustements de la dette financière nette, il est notamment précisé que nous n'avons pas tenu compte des provisions pour engagements de retraites (295 M€ au 31 décembre 2021) et des provisions pour restructurations dans la mesure où des décaissements afférents à ces charges futures sont modélisés dans les prévisions transmises par le Management.

Par ailleurs, nous avons pris en compte le produit de cession de l'activité Licences de Marques pour 100 M€ annoncé par le Groupe le 24 février 2022 dans son communiqué de presse relatif à la publication de ses résultats annuels 2021.

Nous précisons également que nous n'avons pas valorisé les importants déficits reportables du Groupe (2,6 Mds€) dans la mesure où il n'est pas prévu que soient réalisés de bénéfices dans les pays où ont été générés ces déficits. À ce titre, il est observé que les actifs d'impôt différés liés aux déficits reportables du Groupe sont dépréciés dans les comptes du Groupe au 31 décembre 2021.

Nous ne retenons également pas l'ensemble des dettes liées aux contrats de location, les charges de loyers étant considérées dans les flux d'exploitation.

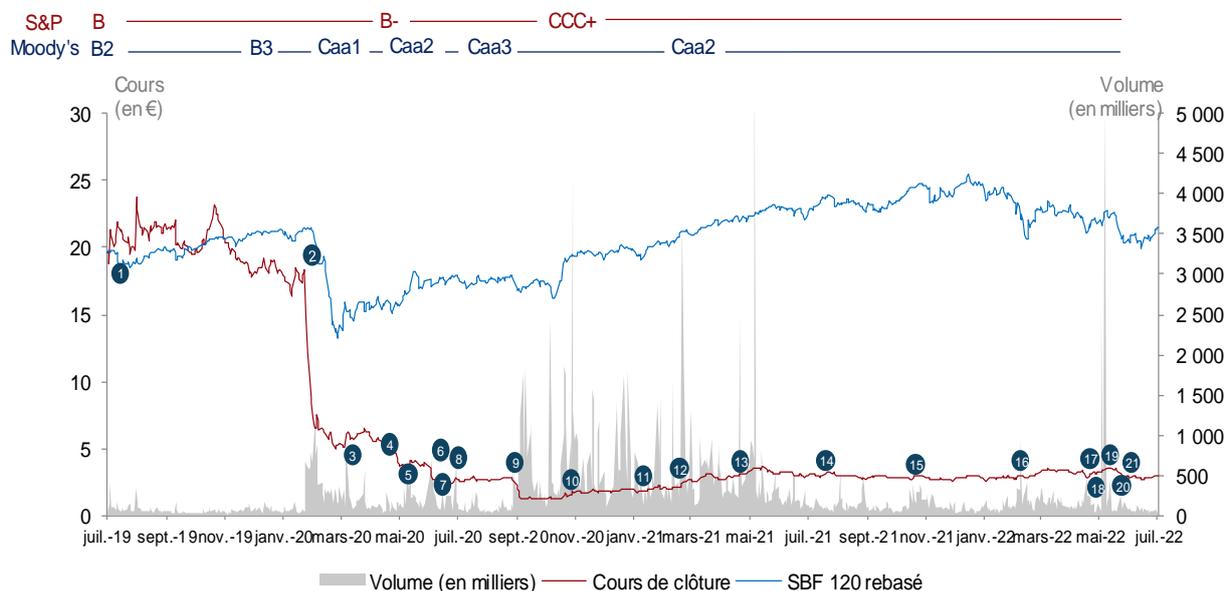
## **6.3 Analyse du cours de bourse de TECHNICOLOR**

### **6.3.1 Analyse du cours de bourse**

Le cours de bourse est un instrument de mesure du prix des actions d'une Société librement négociées, sous réserve de niveaux de flottant et de liquidité suffisants, ainsi que d'une prévisibilité suffisante sur ses performances futures. Les titres de la Société sont admis aux négociations sur le compartiment B d'EURONEXT Paris (Code ISIN FR0013505062).

Depuis le 15 mars 2019, le cours de bourse de l'action TECHNICOLOR a évolué comme suit :

### Évolution du cours de bourse<sup>42</sup> de TECHNICOLOR sur les 3 dernières années



- ① **24/07/2019** : Résultats Semestriels 2019 - Chiffre d'affaires en baisse de 3% et EBITDA ajusté en baisse de 15%
- ② **13/02/2020** : Annonce du plan stratégique 2020-2022 et proposition d'augmentation du capital de 300 M€
- ③ **23/03/2020** : Impact de la pandémie Covid-19 - Le Groupe suspend ses objectifs 2020-2022
- ④ **07/05/2020** : Résultats du premier trimestre 2020 - En ligne avec les attentes, chiffre d'affaires en baisse de 12,8%
- ⑤ **26/05/2020** : Réception d'offres indicatives en vue de la mise en place d'un nouveau financement
- ⑥ **18/06/2020** : Suspension de cotation du titre étant donné le risque de rumeurs au moment de finaliser les négociations au titre des contrats de crédits
- ⑦ **22/06/2020** : Accord de principe sur le plan de restructuration financière - Nouveau financement de 420 M€, réduction de l'endettement de 660 M€ par conversion en capital, ouverture d'une procédure de sauvegarde financière accélérée
- ⑧ **20/07/2020** : L'Assemblée générale des actionnaires approuve le plan de restructuration financière
- ⑨ **16/09/2020** : Résultats de l'augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires via l'émission de 110 738 255 actions ordinaires nouvelles au prix unitaire de 2,98€ soit un montant d'environ 330M€
- ⑩ **05/11/2020** : Résultats du troisième trimestre 2020 - Chiffre d'affaires en baisse de 19,2% depuis le début de l'année, EBITDA en baisse de 48%, amélioration du flux de trésorerie disponible
- ⑪ **14/01/2021** : Services de Production annonce la vente de son activité Post Production à Streamland Media pour se concentrer sur les Effets Visuels et l'Animation
- ⑫ **11/03/2021** : Résultats annuels 2020 - Chiffre d'affaires en baisse de 18,5% y/y à taux constants, EBITDA ajusté en baisse de 46% à taux constants

<sup>42</sup> Les cours sur lesquels se basent nos analyses tiennent compte du regroupement d'actions de 27 pour 1 intervenu en mai 2020.

- 13 **11/05/2021** : Résultats du premier trimestre 2021 - Chiffre d'affaires en baisse de 3,7% y/y à taux courants et en hausse de 3,6% à taux constants, EBITDA ajusté en hausse de 71,7% à taux constants
- 14 **29/07/2021** : Résultats du premier semestre 2021 - Chiffre d'affaires en baisse de 5,2% par rapport au semestre précédent à taux courants et en hausse de 1,2% à taux constants, EBITDA ajusté en hausse de 90,6% à taux courants
- 15 **04/11/2021** : Résultats du troisième trimestre 2021 - Chiffre d'affaires en baisse de 4,4% à taux constants impacté par une pénurie des composants clés, EBITDA ajusté en hausse de 71,3% à taux constants
- 16 **24/02/2022** : Résultats annuels 2021 (Chiffre d'affaires en baisse de 3,6% à taux courants, EBITDA ajusté en hausse de 64,9% à taux courants), présentation des tendances prospectives et annonce de l'intention d'introduire en bourse TCS (ex Services de Production) et du plan de refinancement envisagé
- 17 **05/05/2022** : Résultats du premier trimestre 2022 - Chiffre d'affaires quasi stable à taux de change constant et en progression de 6,6% à taux de change courant, EBITDA ajusté en hausse de 39,1% à taux constants et de 28,6% à taux courants. Technicolor confirme que le projet de distribution de 65% de TCS est en bonne voie pour être finalisé au cours du troisième trimestre 2022
- 18 **06/05/2022** : Assemblée générale extraordinaire - la proposition d'émission d'obligations convertibles d'un montant nominal total de 300 millions est approuvée
- 19 **31/05/2022** : Finalisation de la cession de l'activité Licences de Marques - Technicolor a reçu ce jour un montant en numéraire d'environ 100 millions d'euros
- 20 **06/06/2022** : Information du marché du processus du refinancement du groupe - une dette privée pour Technicolor hors TCS pour un montant de 300 à 375 M€, une possible "*Asset-Based lending*" (ABL), ainsi qu'un prêt à terme d'un montant compris entre 575 et 650 M€ d'euros et une facilité de crédit renouvelable de 40 M€ pour TCS sont annoncés. Le groupe annonce aussi une révision à la baisse des hypothèses prospectives du 24 février 2022
- 21 **14/06/2022** : Technicolor présente la nouvelle entité Technicolor Creative Studios qui sera créée, Technicolor hors-TCS qui deviendra VANTIVA. VANTIVA confirme ces hypothèses prospectives du 6 juin 2022, à savoir notamment un EBITDA ajusté des activités poursuivies de 140 M€ en 2022 et supérieur à 140M€ en 2023,

Nous constatons que jusqu'à fin 2020, la tendance du cours de l'action TECHNIColor est très nettement baissière. Le cours a significativement chuté durant le premier semestre 2020, passant de 19,25 € en date du 2 janvier 2020 à 3,69 € le 1<sup>er</sup> juin 2020, notamment en raison de la pandémie de Covid-19 et du ralentissement de l'économie mondiale. C'est durant le mois d'octobre 2020 que le cours de l'action atteint son niveau le plus bas à 1,16 €.

Depuis mars 2019 et jusqu'à l'été 2020, les agences de notation S&P et MOODY'S ont dégradé le rating de la Société à plusieurs reprises, atteignant les notes de CCC+ et Caa2, correspondant à des notations plus risquées que la catégorie des investissements hautement spéculatifs.

À partir du 1<sup>er</sup> semestre 2021, le cours de l'action TECHNIColor a entamé une légère remontée, atteignant un pic à 3,60 € le 4 juin 2021, à la suite notamment de la publication des résultats du premier trimestre 2021.

Enfin, TECHNIColor a annoncé le 24 février 2022 son intention de faire entrer séparément l'activité TCS à la cotation sur EURONEXT PARIS ainsi qu'un plan de refinancement de la dette existante et l'émission de MCN à hauteur de 299.999.999 €. À la suite de cette annonce, le cours de bourse de TECHNIColor a progressé de 7,5% à 2,88 €.

Sur la base du cours de bourse au 24 février 2022, les cours moyens pondérés par les volumes (ci-après, désignés « CMPV »), les volumes échangés sur le titre et les taux de rotation qui en découlent se présentent comme suit sur une période de 24 mois :

Tableau 7 : Analyse du cours de bourse

Cours moyens pondérés par les volumes * en €/action	Volume échangé (en K)		Capital échangé (en K)		% du capital		% du flottant		
	Moyen	Cumulé	Moyen	Cumulé	Volume échangé	Rotation du capital	Volume échangé	Rotation du flottant	
Spot (24/2/2022)	2,68	204	204	540	540	0,09 %	0,1 %	0,14 %	0,1 %
CMPV 1 mois	2,77	101	2 225	280	6 161	0,04 %	0,9 %	0,07 %	1,6 %
CMPV 60 jours	2,75	89	5 277	246	14 503	0,04 %	2,2 %	0,06 %	3,7 %
CMPV 3 mois	2,73	98	6 351	267	17 365	0,04 %	2,7 %	0,06 %	4,1 %
CMPV 6 mois	2,80	115	15 054	322	42 179	0,05 %	6,4 %	0,07 %	9,3 %
CMPV 12 mois	2,90	279	72 077	809	208 819	0,12 %	30,6 %	0,16 %	42,4 %
CMPV 24 mois	2,61	336	171 873	876	448 328	0,14 %	72,9 %	0,26 %	130,6 %

Source : Analyse FINEXSI

Sur les 6 derniers mois (antérieurs au 24 février 2022), le volume des actions TECHNICOLOR échangées est de 15 054 milliers d'actions, soit environ 115 milliers d'actions par jour de cotation. Sur cette même période, la rotation du flottant s'est établie à 9,29%, ce qui est très limité.

Sur les 12 derniers mois (antérieurs au 24 février 2022), le volume des actions TECHNICOLOR échangées est de 72 077 milliers d'actions, soit environ 279 milliers d'actions par jour de cotation. La rotation du flottant s'est établie à 42,36% durant cette même période.

Cette période intègre les importants volumes échangés en forte hausse par rapport aux 6 mois à la suite de certaines publications, notamment celle des résultats annuels 2020 intervenue le 11 mars 2021, puis celle des résultats du premier trimestre 2021 effectuée le 11 mai 2021, avec des pics de 3,6 et 2,5 M€.

d'actions échangées respectivement les 12 mars et 12 mai 2021.

Sur les 60 jours de cotation précédant le 24 février 2022, le volume d'actions échangées est de 5 277 milliers, soit environ 89 milliers d'actions par jour de cotation.

Rappelons que depuis février 2020, la volatilité du titre s'est inscrite à des niveaux élevés avec une moyenne de 57%, nettement supérieure à la volatilité moyenne observée sur l'indice du SBF 120 qui était de 18% sur la même période, reflétant ainsi le risque intrinsèque de la Société.

Enfin, depuis l'annonce de l'Opération le 24 février 2022 et au 22 juillet 2022, le cours de bourse a oscillé entre 2,68 € et 3,53 €.

### 6.3.2 Objectifs de cours de bourse des analystes

Sur la base de nos analyses, l'action TECHNICALOR fait l'objet d'un suivi par cinq analystes.

BRYAN GARNIER & CO a publié un objectif de cours de bourse à 3,80 € et une recommandation *Achat* dans sa note du 21 juin 2022 (à la baisse par rapport à son objectif de cours publié de 4,40 € le 7 juin 2022). La note met en avant les bénéfices que pourraient engendrer les opérations envisagées par TECHNICALOR. L'analyste a notamment exprimé la réduction de la décote de conglomerat du Groupe et l'amélioration de son profil financier.

ODDO BHF a quant à lui publié un objectif de cours de bourse à 3,60 € (amélioré par rapport à son objectif de cours publié le 25 février 2022, qui était de 3,20 €), et une recommandation *Neutre* dans sa note datant du 15 juin 2022, indiquant qu'il n'y a pas de changement majeur et l'objectif du cours reflète une forte probabilité de réalisation des opérations de fusion-acquisition en cours.

KEPLER CHEUVREUX, dans son rapport du 15 juin 2022, a indiqué un objectif de cours de bourse à 4,00 €, (inchangé par rapport à son objectif de cours publié le 25 février 2022) avec une recommandation à l'achat, indiquant que le groupe est bien équipé pour réussir son plan de transformation qui vise à le positionner comme une Société rentable, sécurisée et capable de faire face aux échéances de remboursement de sa dette en 2024<sup>E</sup>.

GOLDMAN SACHS a publié un objectif de cours de bourse à 12 mois de 3,10 € (amélioré par rapport à son objectif de 2,90 €, publié en mai 2022), avec une recommandation *Neutre* dans sa note du 15 juin 2022. L'analyste a indiqué avoir réalisé ses prévisions en envisageant une demande en Haut Débit supérieur aux prévisions en Amérique du Nord et en Europe ainsi qu'une prolongation des effets négatifs induits par les restrictions sanitaires sur la production cinématographique.

Dans sa note du 28 février 2022, EDISON a présenté les résultats de ses travaux de valorisation, aboutissant à une valeur de l'action selon la méthode de la somme des parties de 4,95 €, supérieure à celle de 4,49 € figurant dans sa note publiée le 24 janvier 2022 selon la même méthode, et une valeur par action TECHNICALOR de 3,94 € selon la méthode du *Discounted Cash-Flow*, contre 3,77 € dans sa précédente note. L'analyste indique par ailleurs que la restructuration envisagée s'attaque à la complexité actuelle du Groupe et aux contraintes liées à la dette.

Ainsi, avec une fourchette qui oscille de 3,1€ à 4,95€, la médiane et la moyenne des objectifs de cours ressortent à 3,7 € avant annonce de l'Opération et à environ 3,9 € à la date du présent rapport.

## 6.4 Méthodes d'évaluation écartées

### 6.4.1 Actif net comptable consolidé

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

À titre d'information, nous rappelons que l'actif net comptable consolidé (part du Groupe) au 31 décembre 2021 est de 134 M€ soit une valeur de 0,56 € par action.

#### **6.4.2 Actif net comptable réévalué**

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

Au cas d'espèce, depuis la cession de l'activité Technologie, intervenue en 2019, le Groupe ne détient pas d'actifs significatifs indépendants de son exploitation actuelle pour lesquels il existerait une valeur de marché nettement supérieure à celle issue de leur exploitation dans un fonctionnement de Groupe intégré. De plus, notre évaluation s'inscrit dans un scénario de continuité d'exploitation du Groupe dans son périmètre actuel sans considérer d'éventuelles cessions ou acquisitions significatives dont les incidences seraient extrêmement difficiles à appréhender.

Dans ce cadre, comme nous y reviendrons, le critère des flux futurs de trésorerie actualisés utilisés pour chacune des activités de TECHNICOLOR dans le cadre d'une approche par la somme des parties nous est apparu comme particulièrement pertinent pour apprécier la valeur de marché de TECHNICOLOR.

#### **6.4.3 La valeur de rendement (capitalisation du dividende)**

Cette méthode consiste à valoriser la Société à partir de la valeur actuelle de ses dividendes futurs. Elle ne peut être retenue que pour les Sociétés qui bénéficient d'une capacité de distribution significative avec des taux de distribution réguliers et prévisibles.

À titre informatif, TECHNICOLOR n'a pas distribué de dividendes depuis 2018.

#### **6.4.4 Valeur liquidative**

Nous n'avons pas considéré devoir retenir cette méthode, dans la mesure où la liquidation du Groupe ne correspond pas à la stratégie du Management.

#### **6.4.5 Transaction récente intervenue sur le capital de la Société**

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

Nous n'avons pas identifié de transaction récente sur le capital de la Société et avons donc écarté cette approche.

#### 6.4.6 Méthode des comparables boursiers

La méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une Société par application de multiples observés sur un échantillon d'autres Sociétés cotées du même secteur d'activité, aux agrégats jugés pertinents. Compte tenu de la diversité des activités du groupe TECHNICOLOR, nous n'avons pas identifié de Société qui lui soit pleinement comparable.

Le critère a cependant été étudié individuellement pour chaque activité du Groupe dans le cadre de notre approche par la somme des parties, comme nous le présentons ci-après.

#### 6.4.7 Transactions comparables

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

Comme pour les comparables boursiers, nous n'avons pas identifié de transaction récente réalisée sur des sociétés aux activités suffisamment comparables à celles de TECHNICOLOR. Dès lors cette méthode n'a pas été mise en œuvre.

Dans le cadre de notre approche par la somme des parties, les transactions portant sur des sociétés aux activités comparables à celles des différents segments du Groupe ont cependant été étudiées.

#### 6.4.8 L'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels

Cette méthode, également appelée *Discounted Cash Flow* ou DCF, consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'une entreprise par l'actualisation des flux de trésorerie issus de son plan d'affaires à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité du marché vis-à-vis de l'entreprise, en tenant compte d'une valeur de sortie à l'horizon de ce plan. Dans le contexte de plan de transformation de la Société et de l'amélioration des performances futures en résultant, ce critère nous apparaît particulièrement pertinent.

Cependant, compte tenu de la diversité des activités et de leur différent niveau de risque ainsi que de l'horizon de vie limité de l'activité Services DVD, il nous apparaît plus pertinent de mettre en œuvre cette méthode individuellement pour chaque activité dans le cadre d'une approche par la somme des parties plutôt que de façon globale au niveau du Groupe.

## 6.5 Méthodes d'évaluation retenues

### 6.5.1 Approche par la Somme des Parties

La méthode de la somme des parties, également appelée *Sum of The Part* ou SOTP est une approche qui consiste à déterminer la valeur totale d'une entreprise en procédant à l'évaluation séparée des activités qui la composent et à l'addition de la valeur de chacune de ses activités ou filiales pour obtenir la valeur du Groupe dans son ensemble.

La somme des parties est particulièrement appropriée pour refléter la valeur intrinsèque du groupe TECHNICOLOR compte tenu de la diversité de ses activités. Cette approche peut être appliquée à travers l'utilisation de diverses méthodes d'évaluation adaptées à chacune de ses activités, dont l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels comme dans le cas présent.

## 6.6 Présentation du plan d'affaires de TECHNICOLOR

Lors de nos précédents travaux, le Management de la Société nous a transmis, pour chacune des activités du Groupe, des prévisions individuelles dont les grandes tendances consolidées ont été présentées au marché dans le communiqué de presse de TECHNICOLOR du 24 février 2022.

Ce plan d'affaires du Groupe avait été établi en février 2022 à partir des prévisions des managers opérationnels de chacune des activités du Groupe selon une approche *bottom-up*, et celles-ci ont ensuite fait l'objet d'une revue et d'ajustements par la Direction financière de TECHNICOLOR. Il a également été présenté au Conseil d'administration de la Société en date du 24 février 2022. Le 6 juin 2022 TECHNICOLOR a communiqué au marché une mise à jour des hypothèses prospectives annoncées le 24 février 2022. Le Groupe a notamment publié de nouvelles hypothèses prospectives spécifiques pour TCS, pour 2022 et 2023, et confirmé les objectifs 2022 pour le Groupe.

Les hypothèses prospectives 2022-2023<sup>43</sup> pour TCS prévoient notamment pour l'année 2022 d'atteindre un EBITDA ajusté compris entre 175 M€ et 185 M€ (vs. 180-190 M€), un EBITA ajusté compris entre 75M€ et 85 M€ (vs. 80-90 M€) et un Free Cash Flow avant intérêts et impôts compris entre 75M€ et 85 M€ (vs. 100-110 M€). Pour l'année 2023, TCS envisage de réaliser un EBITDA ajusté compris entre 200 M€ et 220 M€ (vs. 210-220 M€), un EBITA ajusté entre 95 M€ et 115 M€ (vs. 105-115 M€) ainsi qu'un Free Cash Flow avant intérêts et impôts compris entre 110 M€ et 130 M€ (vs. 125-135 M€).

Au-delà des variations de taux de change EUR/USD retenus dans des hypothèses revues à la baisse, la baisse des prévisions de TCS provient essentiellement du pôle The Mill, dont l'activité est étroitement liée aux dépenses publicitaires. Sa croissance est ralentie par le contexte économique mondial actuel. Ce qui se traduit par une évolution moins forte qu'initialement anticipée.

<sup>43</sup> Sur la base des taux de change à fin avril 2022.

TECHNICOLOR a, également, présenté dans son communiqué du 6 juin 2022, les hypothèses prospectives 2022-2023 pour TECHNICOLOR HORS-TCS (dont les seules évolutions sont liées aux variations de taux de change EUR/USD), qui prévoit notamment pour l'année 2022 d'atteindre un EBITDA ajusté compris supérieur à 150 M€ (vs. >160 M€), un EBITA ajusté entre 48M€ et 58 M€ (vs. 55-65 M€) et un Free Cash Flow avant intérêts et impôts compris entre 75M€ et 85 M€. Pour l'année 2023, TCS envisage de réaliser un EBITDA ajusté supérieur à 150 M€ (en ligne avec les prévisions initiales), un EBITA ajusté entre 40 M€ et 50 M€ ainsi qu'un Free Cash Flow avant intérêts et impôts compris entre 53 M€ et 73 M€ (vs. 55-65M€).

Étant précisé que les hypothèses de taux de change utilisées dans le cadre de l'évaluation sont celles qui avaient initialement été retenues dans le cadre de l'établissement du plan d'affaires de la Société. Il ressort qu'à fin juin, les taux de change EUR/USD, EUR/GBP et EUR/CAD ont diminué compte tenu de la dépréciation de l'Euro, en raison de la volatilité de l'environnement macroéconomique mondial. Les activités de TECHNICOLOR sont particulièrement touchées par les fluctuations de ces taux de change<sup>44</sup>. Le maintien d'un Euro faible vis-à-vis de ces trois devises, pourrait avoir un impact favorable sur la valeur de TCS, DVD Services et Connected Home.

Les principales hypothèses des prévisions de chaque segment sont présentées ci-après. Il est relevé que ces dernières tiennent compte de charges de restructuration et d'économies de coûts (dont le plein effet intervient à l'horizon du plan d'affaires) issues des plans de restructuration et de transformation précédents.

## 6.7 Mise en œuvre de la valorisation de la société TECHNICOLOR

Pour cette partie, nous avons évalué de manière distincte les 4 activités du Groupe à savoir (i) Maison Connectée, (ii) TCS, (iii) Services DVD, et (iv) Corporate et Autres.

Un taux d'actualisation a été déterminé pour la Société puis appliqué à chacune des divisions. Compte tenu du niveau d'endettement élevé de la Société et du risque en résultant, ces taux d'actualisation correspondent à un coût moyen pondéré du capital et intègrent le ratio d'endettement et le coût de la dette de la Société.

Nous réalisons nos travaux d'évaluation au 31 décembre 2021. Nous nous sommes assurés que les résultats du premier semestre 2022 sont en ligne avec les prévisions retenues dans le cadre de l'évaluation.

La valeur terminale est calculée à la fin de l'horizon explicite des prévisions sur la base d'un flux de trésorerie normatif actualisé à l'infini en tenant compte d'un taux de croissance estimé à long terme de 1,75%, fondé sur les anticipations d'inflation de l'OCDE pour les pays concernés<sup>45</sup>.

Enfin, nous avons appréhendé la fiscalité aux bornes de chacune des activités du Groupe et avons tenu compte des économies d'impôts relatives aux charges figurant dans le segment « Corporate & Autres ».

<sup>44</sup> Pour TCS : environ 80 % de son chiffre d'affaires et de l'EBITDA sont réalisés dans ces devises. Pour Connected Home et DVD Services : environ 70 % du chiffre d'affaires et de l'EBITDA sont réalisés en USD.

<sup>45</sup> Inflation de la zone OCDE selon le scénario de choc unique lié à la crise sanitaire.

Par ailleurs, nous rappelons que ces prévisions d'impôt ne tiennent pas compte des économies liées aux déficits reportables dont la consommation a été jugée peu probable par le Management, ce qui a d'ailleurs entraîné leur dépréciation au bilan du Groupe.

## 6.7.1 Valorisation du pôle Maison Connectée

### 6.7.1.1 Approche par les flux futurs de trésorerie (à titre principal)

#### **Prévisions**

Les principales hypothèses des prévisions du segment Maison Connectée peuvent être résumées comme suit :

- Un chiffre d'affaires présentant une croissance annuelle moyenne de 14,4% en raison d'une forte demande mondiale d'équipements haut débit ;
- Une marge d'EBITDA relativement stable sur l'horizon du plan d'affaires proche de celle réalisée en 2021 par la Société sur ce segment d'activité ;
- Un niveau d'investissement représentant en moyenne 2,8% du chiffre d'affaires, légèrement inférieur à celui de 4%, observé sur les trois dernières années ;
- Des charges de restructuration liées aux différents plans de restructuration mis en oeuvre par le Groupe, représentant en moyenne 0,2% du chiffre d'affaires sur l'horizon des prévisions ;
- Un taux d'impôt sur les sociétés égal à 25,4% qui est celui utilisé par le Groupe dans le cadre de ses tests de dépréciation ;
- Une variation de BFR qui se stabilise sur l'horizon du plan d'affaires.

#### **Extrapolation et flux normatif**

Nous avons prolongé les prévisions du segment Maison Connectée de deux années, afin d'obtenir des caractéristiques de croissance et de rentabilité de l'activité plus normatives.

### Taux d'actualisation

Nous avons retenu le coût moyen pondéré du capital pour actualiser les flux futurs de trésorerie de l'activité Maison Connectée. Nous avons ainsi calculé un taux de 10,2%<sup>46</sup> sur la base :

- De la moyenne 3 mois de l'OAT10 ans à 1,16% (source : Banque de France) ;
- D'une prime de risque de 6,16%<sup>47</sup> (source : Moyenne 3 mois Associés en Finance) ;
- D'un bêta désendetté sectoriel de 1,07 (source : Damodaran - bêta World *Entertainment*) ;
- D'une prime de taille de 0,7% retenue pour refléter la moindre taille de le Société par rapport à celle des sociétés cotées appartenant au secteur *Entertainment* (Sources : DUFF & PHELPS - *Valuation Handbook* et analyses FINEXSI) ;
- D'un *gearing* de 151,2% calculé sur la base du cours de bourse et de l'endettement financier net du Groupe ;
- Un taux d'impôt sur les sociétés égal à 25,4% qui est celui retenu dans les prévisions ;
- D'un coût de la dette moyen pondéré de 8,7%<sup>48</sup>.

Nous obtenons ainsi un taux d'actualisation adapté à l'activité internationale du segment et à son exposition au dollar, qui factorise par ailleurs le risque inhérent à son activité ainsi que celui lié à l'endettement du Groupe.

### Résultat de la méthode

La sensibilité de la valeur d'entreprise de l'activité Maison Connectée, selon cette méthode, à une variation combinée du taux d'actualisation (de -0,50 point à +0,50 point) et du taux de croissance à l'infini (de -0,25 point à +0,25 point) est présentée ci-après.

Tableau 8 : Valorisation de Maison Connectée

		9,22%	9,72%	10,22%	10,72%	11,22%
Taux de croissance à l'infini (%)	2,25%	799	751	710	673	640
	2,00%	776	731	692	657	626
	1,75%	755	713	675	642	613
	1,50%	734	695	660	629	600
	1,25%	715	678	645	615	589

Source : Analyse FINEXSI

**La valorisation de l'activité Maison Connectée, à travers l'application du critère du DCF et sur la base des hypothèses décrites ci-avant, s'inscrit dans une fourchette de 642 M€ à 713 M€ avec une valeur centrale de 675 M€.**

<sup>46</sup> Étant rappelé que le coût moyen pondéré du capital du précédent rapport s'établissait à 9,2%.

<sup>47</sup> Nous avons utilisé une autre source de primes de risque et de taux sans risque nous permettant ainsi de tenir compte de conditions de marché actuelles.

<sup>48</sup> Au 31 décembre 2021. Ce taux s'établit à 8,88% au 30 juin 2022.

### 6.7.1.2 Approche des comparables boursiers

L'approche des comparables boursiers permet de déterminer la valeur d'une Société ou d'un actif par analogie avec des sociétés cotées lui étant comparables sous réserve de l'identification d'un nombre de références suffisant. Au cas d'espèce, nous avons identifié quatre sociétés, dont seulement deux pour lesquelles il existait un consensus de prévisions par les analystes à savoir :

- ARCADYAN TECHNOLOGY CORPORATION qui est une société taiwanaise spécialisée dans la fabrication et la vente de passerelles sans fils à large bande ainsi que des produits de réseaux locaux. À travers sa présence en Europe, en Asie et en Amérique, ce Groupe a généré un chiffre d'affaires de 38 240 MTWD (soit environ 1 213 M€) en 2021 ;
- NETGEAR, société américaine qui conçoit et développe des produits de connexion à internet à travers deux activités : maisons connectées et petites et moyennes entreprises. Le Groupe est présent aux États-Unis, en Asie, en Europe, en Afrique et au Moyen-Orient, et a généré un chiffre d'affaires de 1 168 M\$ (soit environ 1 027 M€) en 2021.

Compte tenu du nombre limité de sociétés comparables, ce critère n'a pas été retenu dans le cadre de l'évaluation de l'activité Maison Connectée de TECHNICOLOR.

### 6.7.1.3 Approche des transactions comparables

Nous avons analysé les transactions intervenues depuis 2015 sur des sociétés présentant des activités comparables au segment Maison Connectée de TECHNICOLOR portant sur une part significative du capital, supérieure à 50%, et intégrant de ce fait une prime de contrôle. Comme indiqué ci-avant, et de manière analogue à l'approche fondée sur les comparables boursiers, nous avons retenu des multiples basés sur l'EBITDA.

Nous avons identifié les transactions suivantes :

- L'acquisition de RUCKUS WIRELESS par ARRIS INTERNATIONAL en février 2017 ;
- L'acquisition de SAGEMCOM par CHARTERHOUSE CAPITAL PARTNERS en septembre 2016 ;
- L'acquisition de PACE par ARRIS INTERNATIONAL en avril 2015 ;
- L'acquisition de l'activité CPE Business de CISCO SYSTEMS par TECHNICOLOR en juillet 2015.

Cependant, en l'absence d'information publique et détaillée pour certaines de ces opérations, la mise en œuvre de ce critère sur un nombre de références suffisant nous apparaît peu significative et nous avons donc écarté ce critère. Ces transactions présentent par ailleurs une forte ancienneté (supérieure ou égale à 5 ans) alors que cette activité connaît des évolutions importantes (cf ci-avant 4.1), ce qui dès lors, qui limite la pertinence de ces références.

## 6.7.2 Valorisation du pôle Services DVD

### 6.7.2.1 Approche par les flux futurs de trésorerie

#### **Prévisions**

Les principales hypothèses des prévisions du segment Services DVD peuvent être résumées comme suit :

- Un chiffre d'affaires diminuant de -9% par an, tenant compte du déclin attendu du marché notamment lié à la montée en puissance du streaming ;
- Une marge d'EBITDA maintenue stable sur la période, grâce notamment aux économies de coûts et à l'amélioration du mix-format ;
- Un niveau d'investissement représentant en moyenne 1,8% du chiffre d'affaires proche de celui observé en 2021 ;
- Des charges de restructuration représentant en moyenne 0,9% du chiffre d'affaires sur les 3 années de prévisions, permettant la mise en œuvre du plan de transformation ainsi que l'adaptation de la structure à la baisse d'activité attendue ;
- Un taux d'impôt sur les sociétés égale à 25,4% qui est celui utilisé par le Groupe dans le cadre de ses tests de dépréciation ;
- Une variation de BFR stable sur l'horizon du plan d'affaires.

#### **Extrapolation et flux normatif**

La détermination de la valeur d'entreprise issue de ce segment d'activité a été faite à partir du plan d'affaires décrit ci-avant. Nous avons extrapolé les flux sur une durée de 12 ans afin de refléter la décroissance de l'activité du DVD.

Dans le cadre de cette extrapolation, nous avons retenu les hypothèses suivantes :

- Des revenus qui baissent en moyenne de 4,1% par an, reflétant la baisse structurelle de l'activité DVD, toutefois partiellement compensée par la montée en puissance de l'activité distribution ;
- Une marge d'EBITDA qui décroît de 0,5 point sur l'horizon de l'extrapolation considérée en raison de la contraction des revenus futurs ;
- Des investissements représentant en moyenne 1,2% du chiffre d'affaires ;
- Des charges de restructuration représentant en moyenne 0,3% du chiffre d'affaires sur la période d'extrapolation permettant l'adaptation de la structure à la baisse d'activité attendue ;
- Un taux d'impôts sur les sociétés de 25,4% ;
- Une dégradation du BFR sur la période d'extrapolation liée à la baisse de l'activité.

Par ailleurs, un flux normatif a été retenu pour calculer une valeur terminale de l'activité de distribution du segment Services DVD pour laquelle le Management anticipe un développement à moyen-long terme.

### Taux d'actualisation

Nous avons retenu le coût moyen pondéré du capital de la Société pour actualiser les flux futurs de trésorerie de l'activité Services DVD. Comme précisé ci-avant (cf. 6.7.1.1), ce taux ressort à 10,2%. Comme pour l'activité Maison connectée, ce taux nous apparaît cohérent au regard de l'activité Services DVD et de l'incertitude liée au développement de son activité de distribution.

### Résultat de la méthode

Les sensibilités de la valeur d'entreprise de l'activité Services DVD, selon cette méthode, à une variation combinée du taux d'actualisation (de -0,50 point à +0,50 point) et du taux de croissance à l'infini (de -0,25 point à +0,25 point) sont présentées ci-après.

Tableau 9 : Valorisation de Services DVD

		CMPC (%)				
		9,22%	9,72%	10,22%	10,72%	11,22%
Taux de croissance à l'infini (%)	2,25%	218	210	202	196	189
	2,00%	218	210	<b>202</b>	196	189
	1,75%	218	<b>210</b>	<b>202</b>	<b>196</b>	189
	1,50%	218	210	<b>202</b>	196	189
	1,25%	218	210	202	196	189

Source : Analyse FINEXSI

**La valorisation de l'activité Services DVD, à travers l'application du critère du DCF et sur la base des hypothèses décrites ci-avant, s'inscrit dans une fourchette de 196 M€ à 210 M€ avec une valeur centrale de 202 M€.**

Il est observé que la sensibilité limitée aux paramètres pré-cités a une incidence limitée dans la mesure où la valeur terminale est déterminée à l'horizon 2036.

Dans la mesure où l'activité Services DVD de TECHNICOLOR détient une part de marché d'environ 70% au niveau mondial, nous n'avons pas été en mesure d'identifier des sociétés cotées comparables pour cette activité.

Nous n'avons pas non plus identifié de transactions comparables récentes sur ce marché. Dès lors, nous présentons uniquement l'approche par les DCF, étant cependant observé qu'il s'agit de la méthode la plus pertinente pour appréhender la décroissance progressive de cette activité.

### 6.7.3 Valorisation du pôle TCS (ex – Services de Production)

#### 6.7.3.1 Approche par les flux futurs de trésorerie

##### **Prévisions**

Les principales hypothèses des prévisions du segment TCS peuvent être résumées comme suit :

- Un chiffre d'affaires présentant une croissance annuelle moyenne de +24,4% par an en raison d'une reprise de l'activité post crise sanitaire Covid-19 ainsi qu'un marché en forte croissance tiré par une demande soutenue sur les segments des effets spéciaux et de la publicité ;
- Une croissance significative de la marge d'EBITDA par rapport à 2021, liée à une optimisation du mix d'activités de TCS ;
- Un niveau d'investissement représentant en moyenne de 5,0% du chiffre d'affaires ;
- Des charges de restructuration représentant en moyenne 0,6% du chiffre d'affaires sur l'horizon des prévisions ;
- Un taux d'impôts sur les sociétés égale à 25,4% qui est celui utilisé par le Groupe dans le cadre de ses tests de dépréciation ;
- Un niveau de variation de BFR représentant en moyenne -19,5% de la variation du chiffre d'affaires principalement lié aux besoins croissants en *rendering*<sup>49</sup>.

##### **Extrapolation et flux normatif**

Nous avons prolongé le plan d'affaires du segment TCS de deux années, afin d'obtenir des caractéristiques de croissance et de rentabilité de l'activité plus normatives. Les hypothèses suivantes ont été considérées :

- Une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires de 6,0% sur la période d'extrapolation et de 1,75% en année normative pour refléter la progression du marché tirée par la forte demande des plateformes de *streaming* ;
- Une marge d'EBITDA qui évolue linéairement pour atteindre le niveau de rentabilité normatif de cette activité ;
- Des investissements fixés à 4,0% du chiffre d'affaires par an, légèrement inférieurs à ceux observés sur l'horizon du plan d'affaires, et des dotations qui tendent vers ces investissements en année normative.

<sup>49</sup> Le *rendering* implique un processus de calcul complexe de traitement des données.

### Taux d'actualisation

Nous avons retenu le coût moyen pondéré du capital de la Société pour actualiser les flux futurs de trésorerie de l'activité TCS. Comme précisé ci-avant (cf. 6.7.1.1), ce taux ressort à 10,2%. Ce taux d'actualisation paraît adapté à l'activité internationale du segment et à son exposition au dollar, qui factorise par ailleurs le risque inhérent à son activité ainsi que celui lié à l'endettement du Groupe.

### Résultat de la méthode

La sensibilité de la valeur d'entreprise de TCS, selon cette méthode, à une variation combinée du taux d'actualisation (de -0,50 point à +0,50 point) et du taux de croissance à l'infini (de -0,25 point à +0,25 point) est présentée ci-après.

Tableau 10 : Valorisation de TCS

		CMPC (%)				
		9,22%	9,72%	10,22%	10,72%	11,22%
Taux de croissance à l'infini (%)	2,25%	1 528	1 423	1 332	1 252	1 180
	2,00%	1 486	1 388	<b>1 301</b>	1 225	1 157
	1,75%	1 447	<b>1 354</b>	<b>1 272</b>	<b>1 199</b>	1 134
	1,50%	1 410	1 322	<b>1 244</b>	1 175	1 113
	1,25%	1 376	1 293	1 219	1 152	1 093

Source : Analyse FINEXSI

**La valorisation de l'activité TCS, à travers l'application du critère du DCF et sur la base des hypothèses décrites ci-avant, s'inscrit dans une fourchette de 1 199 M€ à 1 354 M€ avec une valeur centrale de 1 272 M€.**

#### 6.7.3.2 Approche des comparables boursiers

L'approche des comparables boursiers permet de déterminer la valeur d'une Société ou d'un actif par analogie avec des sociétés cotées lui étant comparables sous réserve de l'identification d'un nombre de références suffisant. Au cas d'espèce, nous avons identifié KEYWORDS STUDIOS<sup>50</sup> une Société cotée dont l'activité était proche de celles de TCS :

- KEYWORDS STUDIOS est une société irlandaise qui fournit des services de création artistique, audio voix off et autres destinés à l'industrie des jeux vidéo. En 2020, elle a généré un chiffre d'affaires de 374 M€ principalement en Irlande, aux États-Unis, au Canada et au Royaume-Uni.

<sup>50</sup> WOW UNLIMITED MEDIA a fait l'objet d'une acquisition depuis notre précédent rapport.

Cependant, KEYWORDS STUDIOS est un *pure player* de l'industrie du jeu vidéo qui offre des services techniques et créatifs. Ses activités comprennent des services de marketing, d'assistance aux joueurs et de localisation que l'on ne trouve pas dans l'activité TCS de TECHNICOLOR. Par ailleurs, la part liée à l'activité jeux vidéos chez TCS est très significativement inférieure à celle de KEYWORDS STUDIOS.

Pour ces raisons, cette approche n'a pas été retenue dans le cadre de l'évaluation de TCS.

### 6.7.3.3 Approche des transactions comparables

Nous avons analysé les transactions intervenues depuis 2015 sur des sociétés présentant des activités comparables au segment TCS de TECHNICOLOR portant sur une part significative du capital, supérieure à 50%.

Nous avons identifié la transaction suivante intervenue récemment :

- L'acquisition de DNEG par SPORTS VENTURES en janvier 2022 : DNEG est un acteur majeur dans le secteur des VFX (effets spéciaux) et de la stéréo, opérant à travers plusieurs entreprises opérationnelles significatives telles que Visual Effects, DNEG Animation, Stereo et DNEG Creative. Le groupe présente également un segment appelé « ReDefine »<sup>51</sup>. Les activités de DNEG sont réparties sur 11 sites dans le monde, en Inde, en Amérique du Nord et en Angleterre. En ce sens, DNEG est la société la plus comparable à TCS.

Cependant, le 16 juin 2022, les parties à la transaction ont annoncé qu'elles avaient mutuellement convenu de mettre fin à leur accord de regroupement avec effet immédiat.

Néanmoins, compte tenu de la forte comparabilité de la Société cible avec le segment TCS de TECHNICOLOR, cette transaction a été retenue dans le cadre de cette approche de valorisation, à titre de cohérence.

Tableau 11 : Valorisation de TCS à travers la méthode des transactions

Date	Cible	Pays	Acquéreur	% Acquis	VE	xEBITDA
Jan-22	DNEG - Multiple mars 2022	Royaume-Uni	Sports Ventures	100 %	1 706 M\$	17,1x
Jan-22	DNEG - Multiple mars 2023	Royaume-Uni	Sports Ventures	100 %	1 706 M\$	11,4x

Source : Analyse FINEXSI

<sup>51</sup> Offre des services d'effets visuels créatifs et d'animation à des marchés internationaux en expansion comme la Chine et l'Inde et à des productions indépendantes du monde entier.

En appliquant les multiples d'EBITDA de DNEG aux agrégats prévisionnels 2022 et 2023 de TCS, la valeur d'entreprise extériorisée se situe dans une fourchette de valeur comprise entre 1 557 M€ et 2 150 M€<sup>52</sup>.

Nous avons également identifié les autres transactions suivantes intervenues depuis 2015 :

- L'acquisition de WOW UNLIMITED MEDIA par WOW EXCHANGE CO en avril 2022 ;
- L'acquisition de THE FARM POST PRODUCTION LIMITED par PICTURE HEAD en juin 2019 ;
- L'acquisition de FRAMESTORE LIMITED par CULTURAL INVESTMENT HOLDINGS CO en janvier 2017 ;
- L'acquisition de NOZON par STARBREEZE en octobre 2016 ;
- L'acquisition de ST 501 par YMAGIS en avril 2016 ;
- L'acquisition de THE MILL par TECHNICOLOR en septembre 2015.

En raison de l'absence d'informations publiques suffisamment fiables sur certaines transactions et du manque de la comparabilité globale entre les sociétés acquises et le segment TCS de TECHNICOLOR de celles-ci (différence de taille notamment), nous n'avons pas retenu ces opérations.

#### 6.7.4 Valorisation du pôle Corporate & Autres

##### 6.7.4.1 Approche par les flux futurs de trésorerie

###### **Prévisions**

Les prévisions qui nous ont été fournies regroupent notamment les éléments relatifs aux coûts de structure du Groupe, les provisions pour les indemnités de départ à la retraite, et des charges de restructuration.

###### **Extrapolation et flux normatif**

Nous avons prolongé les prévisions du segment Corporate & Autres de deux années par cohérence avec les autres extrapolations mises en œuvre<sup>53</sup>, permettant ainsi d'obtenir une valeur terminale représentative d'un coût de structure considéré comme normatif pour le Groupe.

###### **Taux d'actualisation**

Le taux d'actualisation utilisé pour le segment Corporate & Autres correspond au taux d'actualisation de la Société soit 10,2%.

<sup>52</sup> Hors dysnergies.

<sup>53</sup> L'extrapolation allongée pour le segment Services DVD est liée à la situation particulière de cette activité.

### Résultat de la méthode

Les sensibilités de la valeur d'entreprise de l'activité Corporate & Autres, selon cette méthode, à une variation combinée du taux d'actualisation (de -0,50 point à +0,50 point) et du taux de croissance à l'infini (de -0,25 point à +0,25 point), sont présentées ci-après.

Tableau 12 : Valorisation de Corporate & Autres

		CMPC (%)				
		9,22%	9,72%	10,22%	10,72%	11,22%
Taux de croissance à l'infini (%)	2,25%	(754)	(707)	(665)	(629)	(596)
	2,00%	(733)	(688)	<b>(649)</b>	(614)	(584)
	1,75%	(713)	<b>(671)</b>	<b>(634)</b>	<b>(601)</b>	(572)
	1,50%	(694)	(654)	<b>(619)</b>	(588)	(560)
	1,25%	(676)	(639)	(606)	(576)	(550)

Source : Analyse FINEXSI

La valorisation de l'activité Corporate & Autres, à travers l'application du critère du DCF et sur la base des hypothèses décrites ci-avant, s'inscrit dans une fourchette de -601 M€ à -671 M€ avec une valeur centrale de -634 M€.

#### 6.7.5 Synthèse de la valeur par la Somme des Parties

Sur la base des travaux décrits ci-avant, nous reprenons ci-après les résultats issus de l'approche par les flux futurs et la valeur d'entreprise du Groupe, ainsi que sa valeur des fonds propres après déduction de sa dette (cf. 6.2.2).

Tableau 13 : Valorisation de TECHNICOLOR

Valeur de Technicolor (M€)	Min	Centrale	Max
+ TCS	1 199	1 272	1 354
+ Connected Home	642	675	713
+ DVD Services	196	202	210
+ Corporate & Others	(601)	(634)	(671)
= EV - Technicolor	1 436	<b>1 516</b>	1 606
Dette nette ajustée au 31. 12 .21		(763)	
= Fonds propres - Technicolor	673	<b>753</b>	843
Nombre d'actions (million)		242	
= Valeur par action - Technicolor - €	2,8	<b>3,1</b>	3,5

Source : Analyse FINEXSI

Dans notre rapport du 4 avril 2022, la valorisation de l'action Technicolor ressortait dans une fourchette de valeurs comprise entre 3,7€ et 4,6€ par action. La baisse s'explique à la fois par la révision des prévisions du Groupe, mais essentiellement par la mise à jour des paramètres de calcul du coût moyen pondéré du capital compte tenu de l'évolution des conditions de marché.

## 7. Analyse financière de l'Opération

L'analyse financière de l'Opération vise à apprécier l'incidence de l'ensemble des caractéristiques du Refinancement, ainsi que celle du *spin-off* de TCS pour la Société et les actionnaires actuels en particulier en termes de structure financière, de dilution, et de création de valeur. Rappelons que l'objectif du Groupe est de réduire significativement son endettement et d'introduire en bourse TECHNICOLOR CREATIVE STUDIOS afin de permettre la poursuite de sa croissance et de son développement en conjonction avec la forte demande du marché, afin de faire bénéficier ses actionnaires de la potentialité de création de valeur.

### 7.1 Rappel de l'analyse des caractéristiques des MCN

#### 7.1.1 Caractéristiques des MCN

Nous rappelons ci-après les principales caractéristiques des MCN détaillées plus haut (cf.1.1.1) :

Tableau 14 – Caractéristiques des MCN

<b>Montant émis</b>	- 300 millions d'euros
<b>Souscripteurs</b>	- L'émission prendra la forme d'émissions de MCN réservées distinctes ayant les mêmes caractéristiques, basées sur une approche sélective d'actionnaires significatifs comprenant Angelo Gordon, BpiFrance, CSAM, Briarwood, Barings, Bain Capital, Farallon, et Goldman Sachs
<b>Coupon</b>	- Coupon en numéraire de 4.50% par an
<b>Modalités de conversion</b>	- Conversion automatique obligatoire en actions Technicolor au prix de conversion de 2,6 euros si, au cours de la période se terminant le jour anniversaire des 18 mois de la date d'émission (i) une AGE approuve la distribution/la cotation par Technicolor d'au moins 65 % du capital social de TCS et que le conseil d'administration décide d'une telle distribution sans condition et (ii) si il y a une admission par Euronext des titres TCS. - Possibilité de conversion en actions Technicolor à n'importe quel moment, à la discrétion des porteurs d'Obligations Convertibles (« Mandatory Convertible Notes »).
<b>Maturité</b>	- Au plus tôt à la fin des six mois après la dernière date d'échéance applicable aux Nouvelles Dettes Garanties de Premier Rang de l'Émetteur et de TCS et du septième anniversaire de la date d'émission
<b>Prix de conversion</b>	- 2,60 euros par action, avec comme prix de référence la moyenne ajustée pondérée des volumes (VWAP) sur 3 mois de l'action Technicolor avant la signature de l'engagement moins une décote de 5%
<b>Rémunération</b>	- Une commission initiale de 1,50 % du montant de l'émission payable à Angelo Gordon à la date de signature de la Lettre d'engagement - Les MCN pourront être souscrites par chaque souscripteur pour son montant d'engagement respectif à un pourcentage égal à 97,5 % du montant nominal.

o

Source : Société



## 7.1.2 Opérations d'émission de MCN 2020-2022

Nous avons analysé plusieurs opérations d'émission de MCN de sociétés européennes sur les 24 derniers mois. L'échantillon d'opérations analysées est présenté ci-après :

Tableau 15 : Emissions de MCN 2020-2022

Société	Pays	Capitalisation (MEUR)	Montant émis	Maturité	Coupon %	Décote prix de Conversion vs. cours	Date	Rating
CICOR	Suisse	159,6	60MCHF	5 ans	0%	-17,8%	22-nov-21	
Epigenomics	Allemagne	8,1	18,5 MEUR	6 ans	0%	-35,3%	11-juin-21	
Peach Property Group	Suisse	969	150 MCHF	6 mois	2,5%	-2,5%	11-juin-21	BB / Ba2
Schaltbau	Allemagne	625,8	60 MEUR	1,5 an	0,5%	-8,5%	01-mars-21	
Dufry	Suisse	3399	69,5 MCHF	3 ans	4,1%	0,0%	20-oct-20	B1 / B+
Peach Property Group	Suisse	969	230 MCHF	7 mois	2,5%	-1,2%	13-oct-20	BB / Ba2
Biofrontera	Espagne	72,3	7,9 MEUR	1 an	1,0%	50,0%	27-juil-20	
Arcelor Mittal	Luxembourg	26302,3	1250 M\$	3 ans	5,5%	0,0%	12-mai-20	Ba1
<b>Technicolor</b>	<b>France</b>	<b>723</b>	<b>300 MEUR</b>	<b>7 ans</b>	<b>4,50%</b>	<b>-5%</b>		<b>CCC+/ Caa2</b>

Source : Analyse FINEXSI

Il ressort de cette analyse que le taux du coupon se situe dans le haut de la fourchette, mais ce qui est à relativiser compte tenu du niveau plus élevé du risque financier de TECHNICOLOR (rang de cotation inférieur).

Les décotes observées sur les prix de conversion des MCN par rapport aux différents cours de bourse avant la réalisation des opérations s'avèrent être quant à elle plutôt supérieures à celle de la présente Opération.

Aussi, à titre informatif nous avons mené une analyse portant sur des augmentations de capital réservées<sup>54</sup> qui ont eu lieu sur les exercices 2020 et 2021. Cette analyse met en exergue des niveaux de décotes des prix de souscription par rapport aux cours de bourse des sociétés pré opération, de l'ordre de -30% en moyenne, significativement supérieure à la décote observée dans le cadre de la présente émission.

En cas de résiliation de la Lettre d'engagement signée entre ANGELO GORDON et la Société<sup>55</sup>, et/ou de non-réalisation de l'Opération, des frais de rupture d'un montant de (i) 9% ou 10,5% plus (ii) un pourcentage dépendant du nombre de jours entre l'annonce et la résiliation seront respectivement dus aux différents souscripteurs.

Nous rappelons que l'Assemblée Générale du Groupe du 6 mai 2022 a approuvé cette émission. Par ailleurs, les analyses menées ci-après montrent qu'il est dans l'intérêt de la Société et de l'ensemble des actionnaires que l'Opération puisse avoir lieu.

<sup>54</sup> Notamment les opérations intervenues sur les sociétés KORIAN, VEOLIA, ALSTOM et NEONEN.

<sup>55</sup> La non-réalisation serait caractérisée par l'absence de non-approbation et par le fait que la Société n'ait pu émettre les MCN avant le 31 juillet 2022. Étant précisé que le 22 juin 2022, compte tenu du décalage de l'Opération annoncé par la Société le 24 mai 2022, ANGELO GORDON et la Société ont étendu cette échéance au 17 septembre 2022. Cet amendement laisse nos conclusions inchangées.

## 7.2 Analyse des effets de l'Opération sur la structure financière du Groupe

### 7.2.1 Analyse des termes du Refinancement lié à l'Opération

Les MCN ont été intégralement souscrites et leur émission a été approuvée par l'Assemblée Générale Extraordinaire des actionnaires tenue le 6 mai 2022.

Le *spin-off* de TCS est soumis à l'approbation des actionnaires de TECHNICOLOR lors de l'Assemblée Générale devant se tenir le 6 septembre 2022. Une partie des actionnaires, représentant 64,4% du capital de TECHNICOLOR, a déjà confirmé son intention de voter en faveur du *Spin-off*.

À la suite de cette approbation, le Refinancement du Groupe sera mis en place via notamment l'émission des MCN, la mise à disposition de l'ensemble des autres composantes du Refinancement, et le remboursement par TECHNICOLOR et TECH 6 de la totalité de leur financement existant.

Rappelons que ce remboursement constitue un moyen d'exécuter le plan de sauvegarde et le protocole de conciliation auxquels TECHNICOLOR et TECH 6 sont respectivement soumis. Par la suite, TECHNICOLOR demandera au Tribunal de Commerce de Paris de constater l'achèvement de son plan de sauvegarde dès que le refinancement aura eu lieu.

Enfin, les MCN seront converties en actions TECHNICOLOR une fois (i) la décision de procéder au *spin-off* prise par le Conseil d'administration et (ii) la reconnaissance faite de l'achèvement du plan de sauvegarde de TECHNICOLOR par le Tribunal de Commerce de Paris.

### 7.2.2 Caractéristiques des *First Lien Term Facility* et *Second Lien Term Facility* contractés par TECHNICOLOR SA

Comme décrit ci-avant, TECHNICOLOR SA a obtenu la levée d'une nouvelle dette pour un montant de 375 M€ qui comprend deux tranches :

- Une facilité de prêt à terme garantie de premier rang (« *First Lien Term Facility* ») de 250 M€ ; et
- Une facilité de prêt à terme garantie de second rang (« *Second Lien Term Facility* ») de 125 M€.

Leurs caractéristiques sont présentées ci-après :

**Tableau 16 : Tableau résumé des caractéristiques des prêts consentis à TECHNICOLOR SA**

	Tranche 1	Tranche 2
<b>Emprunteurs</b>	▪ TECHNICOLOR SA	▪ TECHNICOLOR SA
<b>Prêteurs</b>	▪ <b>Barclays</b>	▪ <b>Angelo Gordon</b>
<b>Montant</b>	▪ <b>250M€</b>	▪ <b>125M€</b>
<b>Structure / Classement</b>	▪ Facilité de prêt à terme garanti de premier rang	▪ Facilité de prêt à terme garanti de second rang
<b>Garantie</b>	▪ Sous réserve des accords de garanti convenus, garantie à fournir par les membres du groupe	▪ Sous réserve des accords de garanti convenus, garantie à fournir par les membres du groupe
<b>Sécurité</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Garantie de fournir sur les comptes bancaires, actions, autres participations, créances et dettes interentreprises détenues par la société.</li> <li>▪ La fiducie portera sur 35% des parts de la société Tech 8</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Accords de garantie convenus, la société accordera des nantissements et des sûretés d'une priorité junior par rapport à la tranche 1 (définis dans les conditions de prêt de la Facilité de prêt à terme garanti de premier rang)</li> </ul>
<b>Devise</b>	▪ EUR	▪ EUR
<b>Maturité</b>	▪ <b>4 ans</b> avec extension optionnelle de 1 an, remboursable <i>in fine</i>	▪ <b>4,5 ans</b> avec extension optionnelle de 1,0 ans, remboursable <i>in fine</i>
<b>Marge</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ EURIBOR (avec un "plancher" de 0%) + marge de 2,50%</li> <li>▪ Intérêts PIK de 3,00%, augmentant à 4,0%*, puis 5,5%** , puis de 0,5%***</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ EURIBOR (avec un "plancher" de 0%) + une marge de 4,00% augmentant à 6,00%**</li> <li>▪ Intérêts PIK de 5,00%, augmentant à 5,50%*, puis à 6.00%**</li> </ul>
<b>OID</b>	▪ 97%	▪ 94%
<b>Frais de sortie</b>	▪ <b>Année 2: 2,5% / Par la suite: 5%</b>	▪ 4,00% du montant du principal du prêt à terme garanti de second rang
<b>Convenants financiers</b>	▪ A convenir mutuellement	▪ Pas de clauses financières

\* 12 mois après la date de clôture ; \*\* 24 mois après la date de clôture ; \*\*\* tous les 12 mois par la suite

Source : Lettre d'engagement et conditions du prêt

Bien que la structure des taux d'intérêts de ces dettes soit progressive (cf. Tableau 17) ils s'avèrent être en moyenne inférieurs (8,3%) au coût moyen pondéré de l'endettement de la Société (8,7%<sup>56</sup>).

<sup>56</sup> Au 31 décembre 2021. Ce taux s'établit à 8,88% au 30 juin 2022.

Tableau 17 : Taux moyen pondéré des prêts consentis à TECHNICOLOR SA

Dettes	Montant (m€)	Taux d'intérêt			
		Année 1	Année 2	Année 3	Année 4
Prêt à terme garanti de 1er rang	250,0	5,5 %	6,5 %	8,0 %	8,5 %
<i>Intérêt cash</i>		2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %
<i>PIK</i>		3,0 %	4,0 %	5,5 %	6,0 %
Prêt à terme garanti de 2nd rang	125,0	9,0 %	9,5 %	12,0 %	12,0 %
<i>Intérêt cash</i>		4,0 %	4,0 %	6,0 %	6,0 %
<i>PIK</i>		5,0 %	5,5 %	6,0 %	6,0 %
<b>Taux moyen pondéré</b>		<b>6,7%</b>	<b>7,5%</b>	<b>9,3%</b>	<b>9,7%</b>
<b>Taux moyen</b>	<b>8,3%</b>				

Source : Analyse FINEXSI

Par ailleurs, au-delà de la baisse du coût de financement, ces nouvelles dettes permettent d'allonger la maturité de la dette existante (dont les échéances sont comprises entre juin 2024 et décembre 2024), avec des prêts octroyés dont la maturité est de 4 années et demie (en plus d'une option d'extension d'une année supplémentaire). Ceci permet notamment à la Société de ne pas se retrouver face à une échéance de remboursement en 2024.

### 7.2.3 Caractéristiques du *First Lien Term Facility* contracté par TCS

Comme décrit ci-avant, il est prévu la mise en place d'une facilité de prêt à terme garantie de premier rang par ANGELO GORDON, BARINGS, CREDIT SUISSE, ICG, FARALLON, BAIN, ALCENTRA, BPI, SCULPTOR, JPM, CARLYLE, CAIRN, souscrite par TECHNICOLOR CREATIVE STUDIOS SA & TECHNICOLOR CREATIVE SERVICES USA. Cette dette est composée de deux tranches de 564.200.000 € et 60.000.000 \$, respectivement.

Leurs caractéristiques sont présentées ci-après :

**Tableau 18 : Tableau résumé des caractéristiques des prêts consentis à TCS**

Caractéristiques	
<b>Emprunteurs</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>Emprunteur français:</b> TECHNICOLOR CREATIVE STUDIOS SA</li> <li>▪ <b>Emprunteur américain:</b> TECHNICOLOR CREATIVE SERVICES USA</li> </ul>
<b>Prêteur</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Angelo Gordon, Barings, Credit Suisse, ICG, Farallon, Bain, Alcentra, BPI, Sculptor, JPM, Carlyle, Cairn BRIARWOOD</li> </ul>
<b>Montant</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>623M€</b></li> </ul>
<b>Structure / Classement</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Facilité de prêt à terme garanti de premier rang</li> </ul>
<b>Garantie</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Garantie de l'emprunteur et de ses filiales restreintes, directes ou indirectes, détenues à 100%</li> </ul>
<b>Sécurité</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ La totalité du capital social de chaque garant et de ses filiales directes</li> <li>▪ Les autres actifs et biens existants et futurs de l'emprunteur</li> </ul>
<b>Currencies</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Dette libellée en euros de <b>564,2M€</b></li> <li>▪ Dette libellée en dollars de <b>60M\$</b> (optionnelle)</li> </ul>
<b>Maturité</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>4 ans</b></li> <li>▪ Amortissement à hauteur d'un montant en principal annuel égal à 1% du montant en principal initial de chaque tranche</li> </ul>
<b>Marge</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Dette libellée en euros : EURIBOR + marge de 6,0% ou ABR + marge de 5%</li> <li>▪ Dette libellée en dollars : SOFR* + marge de 7,5% ou ABR + marge de 6,5%</li> </ul>
<b>OID</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 93%</li> </ul>
<b>Frais de sortie</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>2ème année: 2% / 3ème année: 3% / 4ème année: 5%</b></li> </ul>
<b>Convenants financiers</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ A convenir mutuellement</li> </ul>

\* Secured Overnight Financing Rate

Source : Analyse FINEXSI

Les taux d'intérêts (6,0% et 7,5% respectivement) s'avèrent être en moyenne significativement inférieurs au coût moyen pondéré de l'endettement actuel de la Société (8,7%).

**Tableau 19 : Taux moyen pondéré des prêts octroyés à TCS**

Dettes	Montant (m)	Taux d'intérêt			
		<u>Année 1</u>	<u>Année 2</u>	<u>Année 3</u>	<u>Année 4</u>
Prêt à terme garanti de 1er rang TCS (m€)	623,3				
Tranche EUR (m€)	564,2	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %
Tranche USD (m\$)	60,0	7,5 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %
<b>Taux moyen pondéré</b>		<b>6,1%</b>	<b>6,1%</b>	<b>6,1%</b>	<b>6,1%</b>
<b>Taux moyen</b>	<b>6,1%</b>				

Source : Analyse FINEXSI

En moyenne le coût des emprunts souscrits par TCS s'élève à environ 6,1% (cf. Tableau 18).

Par ailleurs, au-delà de la baisse du coût financier, ces prêts consentis à TCS permettent d'allonger la maturité de la dette existante (dont les échéances sont comprises entre juin 2024 et décembre 2024), avec des prêts dont la maturité est de 4 années. Ceci permet notamment à la Société de ne pas se retrouver face à une échéance de remboursement en 2024.

#### 7.2.4 Analyse des effets de l'Opération de *spin-off* sur l'endettement net de TCS et Technicolor Ex-TCS.

Selon les termes du Refinancement ainsi que des comptes consolidés au 31 décembre 2021, la dette nette<sup>57</sup> serait allouée entre TECHNICOLOR Ex-TCS et TCS, de la manière suivante :

- Sur les 196 M€ de trésorerie que détenait le Groupe avant *spin-off*, 30 M€ vont être alloués à TCS et 166 M€ à TECHNICOLOR Hors-TCS ;
- Au 31 décembre 2021, les dettes financières hors IFRS16 de la Société s'élèvent à 1 042 M€ de. À la date de réalisation de l'Opération les montants nominaux de ces lignes de dette (sous l'effet des variations de taux de change), les intérêts courus, ainsi que les coûts de refinancement s'élèvent à environ 1 172 M€. Ces dettes seront remboursées grâce à la trésorerie générée par l'émission des MCN, soit 299.999.999 €, et par les 623.345.991 € issus de la cession à TCS par Technicolor d'une partie des titres de la Société détenant les activités Technicolor Creative Studios (cette acquisition sera financée par 623.345.991 € de prêts à terme garanti et le solde des titres devant être apporté par Technicolor à TCS après la réalisation de la cession), puis refinancés par les 375.000.000 € de prêts souscrits par TECHNICOLOR S.A ;
- Nous avons également tenu compte dans l'établissement des éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de TECHNICOLOR Ex-TCS et TCS, de l'impact des *Original Issue Discount* des différents prêts, ainsi que des *Exit fees* en valeur actualisée ;
- Concernant les autres éléments d'ajustements, s'élevant à 83 M€, ceux-ci ont été alloués au niveau de TECHNICOLOR Ex-TCS et TCS, pour respectivement 90 M€ et -7<sup>58</sup> M€.

<sup>57</sup> -763 M€, cf. 6.2.2.

<sup>58</sup> Composés essentiellement de provisions pour litiges.

Nous présentons ci-après les dettes nettes ajustées retenues pour chacun des périmètres TECHNICOLOR Hors-TCS et TCS :

- Tableau 20 : Évolution de la structure de l'endettement net de Technicolor Ex-TCS et TCS

€M		Technicolor	Technicolor Ex TCS	TCS
<b><u>Dettes nettes existantes</u></b>				
Dettes nettes existantes	[A]	(1 042,0)		
Trésorerie	[B]	196,0		
Autres ajustements	[C]	83,0		
<b>Dettes nettes - Technicolor (31/12/21)</b>	<b>[A]+[B]+[C]</b>	<b>(763,0)</b>		
Valeur des capitaux propres - Technicolor		752,8		
<i>Gearing</i>		(101,3)%		
<b><u>Dettes nettes après refinancement et spin-off</u></b>				
Dettes existantes - Technicolor (31/12/21)			(1 042,0)	
Dettes - Technicolor Ex TCS			(375,0)	
Dettes - TCS				(623,3)
Coût de la transaction (inc.OID)			(127,8)	
Intérêts courus			(37,6)	
PIK courus			(24,1)	
Impact du taux de change (EUR/USD) et retard du refinancement			(31,7)	
Frais de sortie (actualisés à l'échéance)			(12,2)	(22,2)
<b>Dettes</b>	<b>[D]</b>		<b>(1 650,4)</b>	<b>(645,6)</b>
Trésorerie existante - Technicolor (31/12/21)			166,0	30,0
Autres ajustements - Technicolor (31/12/21)			89,7	(6,7)
Dettes - TCS			623,3	
MCN			300,0	
Dettes - Technicolor Ex TCS			375,0	
Trésorerie	[E]		<b>1 554,1</b>	<b>23,3</b>
<b>Dettes nettes après refinancement et spin-off</b>	<b>[D]+[E]</b>		<b>(96,3)</b>	<b>(622,3)</b>
Valeur des capitaux propres			503,3	1 068,0
<i>Gearing (excl. OID)</i>			6,0 %	58,3 %

Source : Analyse FINEXSI

Ainsi, post *spin-off*, et sur la base des éléments de bilan consolidé au 31 décembre 2021, les dettes nettes ajustées estimées retenues s'établissent à 96 M€ pour TECHNICOLOR Ex-TCS et 622 M€ pour TCS.

L'ensemble des composantes du Refinancement permettent en outre de faire diminuer significativement le niveau de levier financier de TECHNICOLOR<sup>59</sup>, mais également le coût moyen de la dette du Groupe qui s'établit à environ 7,0% tel que présenté ci-après.

Tableau 21 : Taux moyen pondéré des prêts du Groupe

Dettes	Montant (m)	Taux d'intérêt			
		Année 1	Année 2	Année 3	Année 4
Total des prêts (m€)	998,3				
Prêt à terme garanti de 1er rang (m€)	250,0	5,5 %	6,5 %	8,0 %	8,5 %
Prêt à terme garanti de 2nd rang (m€)	125,0	9,0 %	9,5 %	12,0 %	12,0 %
Prêt à terme garanti de 1er rang TCS (m€)	623,3				
Tranche EUR (m€)	564,2	6,0 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %
Tranche USD (m\$)	60,0	7,5 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %
<b>Taux moyen pondéré</b>		<b>6,3%</b>	<b>6,7%</b>	<b>7,3%</b>	<b>7,5%</b>
<b>Taux moyen</b>	<b>7,0%</b>				

Source : Analyse FINEXSI

## 7.2.5 Analyse des rémunérations liées au Refinancement

Il est difficile d'apprécier précisément les niveaux de rémunération de ces prestations dans un contexte de restructuration de dette rendant particulièrement compliquée la recherche de nouveaux investisseurs et dès lors qu'elles sont négociées au cas par cas.

Dans ces conditions, nous avons analysé plusieurs opérations récentes<sup>60</sup> afin d'apprécier certaines caractéristiques de l'Opération, notamment l'ampleur de la dette restructurée, la rémunération totale proposée aux actionnaires souscripteurs des MCN, ainsi que les créanciers dans leur ensemble au titre de leurs prestations, et les autres coûts liés à l'Opération.

<sup>59</sup> Le levier financier de Technicolor s'établit à 101% sur la base de l'endettement net ajusté au 31 décembre 2021 de (763 M€) tel que présenté ci-avant et de la valeur réévaluée des fonds propres de la Société telle que présentée en partie 6. Après Opération, les leviers financiers respectifs de Technicolor Ex-TCS et TCS s'établiraient à 6% et 58% (sur la base de la valeur réévaluée de leurs fonds propres et présentées en partie 7.3).

<sup>60</sup> Nous avons analysé les opérations de restructurations effectuées par les sociétés suivantes : SOLOCAL, TECHNICOLOR, EUROPCAR, BOURBON, EUROPACORP, ORAPI, CGG, LATECOERE, GASCOGNE, EMOVA et MBWS. Pour ces opérations, la rémunération des créanciers en % de l'investissement s'établit sur une fourchette entre 2% et 106%.

## S'agissant des rémunérations :

- Rémunération des MCN : il s'agit de la rémunération sous forme de *Commitment fee*<sup>61</sup> et d'*Original Issue Discount*<sup>62</sup> ;
- Rémunération au titre des *First Lien Term Facility* et *Second Lien Term Facility* de Technicolor SA : il s'agit de la rémunération sous forme d'*Original Issue Discount* (3% et 6% respectivement) et d'*Exit fee*<sup>63</sup> ;
- Rémunération au titre du *First Lien Term Facility* : il s'agit de la rémunération sous forme d'*Original Issue Discount* (7%) et d'*Exit fee*<sup>64</sup>.

Ainsi, la somme des rémunérations (*OID*, *Fees* et *Exit Fees*) représente environ 8,1% de l'ensemble du Refinancement (cf. Tableau 22) et se situe dans la fourchette des rémunérations observées dans le cadre d'opérations de restructuration de dette, même si chacune a des caractéristiques qui lui sont propres.

Les autres coûts liés à l'Opération s'élèvent à environ 58 M€, et représentent environ 2% du chiffre d'affaires<sup>65</sup>, ce qui s'avère être dans la fourchette des coûts observés dans le cadre d'opérations de restructuration de dette<sup>66</sup>.

- Tableau 22 : Analyse des rémunérations et coûts

Élément du Refinancement		M€
<b>MCN</b>	<b>(300,0)</b>	
OID	2,50%	(7,5)
Commitment fees	1,50%	(4,5)
<b>Prêt à terme garanti de 1er rang</b>	<b>(250,0)</b>	
OID	3%	(7,5)
Exit fee (échéance)	5%	(8,8)
<b>Prêt à terme garanti de 2e rang</b>	<b>(125,0)</b>	
OID	6%	(7,5)
Exit fee (échéance)	4%	(3,4)
<b>Prêt à terme garanti de 1er rang</b>	<b>(623,3)</b>	
OID	7%	(43,6)
Exit fee (échéance)	5%	(22,2)
<b>Total refinancement</b>	<b>(1 298,3)</b>	<b>(105,1)</b>
%	100%	8,1%
<b>Autres coûts</b>		(57,5)
<b>Total refinancement</b>	<b>(1 298,3)</b>	<b>(162,6)</b>
%	100%	13%

Source : Analyse FINEXSI

<sup>61</sup> Correspondant à 1,5% du montant nominal des MCN émises.

<sup>62</sup> Les souscripteurs des MCN vont souscrire à un prix d'émission correspondant à 97,5% de la valeur nominale des MCN. Ceci correspond à une forme de prime d'émission offerte aux souscripteurs.

<sup>63</sup> En cas de changement de contrôle, remboursement, ou de vente de TCS, une commission (*Exit Fee*) de 2,5% la première année et de 5,0% au-delà devra être payée sur le montant du principal (250 M€). En cas de changement de contrôle, remboursement du prêt, ou de vente de TCS, une commission (*Exit Fee*) de 4% devra être payée sur le montant du principal (125 M€).

<sup>64</sup> En cas de changement de contrôle, remboursement, ou de vente de TCS, une commission (*Exit Fee*) de 2% la première année 3% la deuxième et de 5,0% au-delà devra être payée sur le montant du principal (623 M€).

<sup>65</sup> 2 898 M€ au 31 décembre 2021.

<sup>66</sup> Nous avons analysé les opérations de restructurations effectuées par les sociétés suivantes : SOLOCAL, TECHNICOLOR, EUROPCAR, BOURBON, EUROPACORP, ORAPI, CGG, LATECOERE, GASCOGNE, EMOVA et MBWS. Pour ces opérations, les frais liés aux opérations (conseils notamment) en % du chiffre d'affaires s'établissent dans une fourchette entre 0,6% et 7,7%.

L'ensemble des coûts et rémunérations s'élève à 163 M€ (en incluant les *Exit fees* éventuellement payés à l'échéance des prêts respectifs, et qui ont également été actualisés au coût du capital de TECHNICOLOR EX-TCS et TCS tels que présentés en partie 7.3).

## 7.2.6 Analyse des effets de l'opération de *spin-off* sur le nombre d'actions de TECHNICOLOR Hors-TCS et de TCS

Nos calculs sont réalisés sur la base du nombre d'actions retenu ci-avant (cf. 6.2.1) soit 241.624.574 actions, ainsi déterminé avant prise en compte de la conversion des MCN.

### 7.2.6.1 Émission des MCN

#### ■ Évolution de la structure actionnariale :

En cas de réalisation de l'Opération, l'émission des MCN entraînera, en cas de conversion, une dilution pour les actionnaires existants qui n'y souscriraient pas en raison de son caractère réservé. Compte tenu des caractéristiques des MCN ainsi que des engagements de souscription de certains actionnaires, la structure actionnariale post-émission pourrait se présenter comme suit en cas de conversion des MCN :

Tableau 23 : Évolution de la structure de l'actionnariat

Actionnaires	Engagement M€	Actions au 31/12/21	% capital	(+)Nouvelles actions	Actions post conversion	% capital post conversion
Angelo Gordon	129,6	29 811 992	12,64 %	49 859 532	79 671 524	22,68 %
CSAM	12,5	25 491 247	10,81 %	4 807 692	30 298 939	8,63 %
Briarwood	27,8	21 827 685	9,26 %	10 679 885	32 507 570	9,26 %
Barings	27,0	18 631 496	7,90 %	10 384 615	29 016 111	8,26 %
BainCapital	20,9	17 785 294	7,54 %	8 030 641	25 815 935	7,35 %
Farallon	24,0	14 422 759	6,12 %	9 230 769	23 653 528	6,73 %
Goldman Sachs	13,2	10 390 314	4,41 %	5 083 789	15 474 103	4,41 %
Bpi	45,0	10 381 145	4,40 %	17 307 692	27 688 837	7,88 %
<b>Total principaux actionnaires</b>	<b>300,0</b>	<b>148 741 932</b>	<b>63,07 %</b>	<b>115 384 615</b>	<b>264 126 547</b>	<b>75,20 %</b>
Flottant	-	87 082 623	36,93 %	-	87 082 623	24,80 %
<b>Total actionnaires</b>	<b>300,0</b>	<b>235 824 555</b>	<b>100,00 %</b>	<b>115 384 615</b>	<b>351 209 170</b>	<b>100,00 %</b>

Source : Analyse FINEXSI

Compte tenu du montant de MCN émis et de leur prix de conversion, le nombre d'actions issues de la conversion de l'intégralité des MCN, serait de 115,4 M€.

Ainsi, le pourcentage de détention des actionnaires souscripteurs évoluera de 63,1% avant conversion à 75,2% postconversion. En contrepartie, les actionnaires ne participant pas, subiront une dilution de leur participation de 36,9% à 24,8%.

Le nombre d'actions retenu, dans le cadre de la valorisation de TECHNICOLOR-Hors TCS après conversion des MCN, s'élève à 357.009.189 actions<sup>67</sup>, après prise en compte des instruments dilutifs présentés en partie 6.2.1.

### ■ Impact dilutif de l'émission de la MCN :

Aussi, nous rappelons que compte tenu du cours de bourse avant annonce de l'Opération (2,68 €), la conversion des MCN pourrait entraîner une dilution en valeur d'environ 1% par référence à ce cours.

**Tableau 24 : Impact dilutif de l'Opération pour les actionnaires non-souscripteurs de MCN**

<b>Nombre d'actions en circulation</b>	<b>235 824 555</b>
Cours de bourse - 24/02/2022	2,68 €
Capitalisation boursière	632 009 807 €
Cours moyen pondéré des volumes 3 mois - 23/02/2022	2,73 €
<b>Prix de conversion MCN</b>	<b>2,60 €</b>
Décote	-5%
Montant nominal des MCN émis - MEUR	300 000 000
<b>Nombre d'actions issues de la conversion</b>	<b>115 384 615</b>
<b>Nombre de titres en circulation post - Conversion</b>	<b>351 209 170</b>
<b>Cours de bourse théorique post conversion</b>	<b>2,65 €</b>
Impact dilutif lié à l'émission des MCN	-1,0%

Source : Analyse FINEXSI

Par ailleurs, nous rappelons également que l'ensemble des souscripteurs des MCN ne bénéficient pas des mêmes effets liés à la conversion en action des MCN compte tenu des montants de souscription qui diffèrent de la participation des actionnaires au capital de la Société avant l'Opération

L'analyse présentée ci-après met en exergue l'impact relatif ou dilutif sur le patrimoine de chacun des actionnaires souscripteurs.

<sup>67</sup> Soit 351 209 170 actions auxquelles sont ajoutées 5.800.019 actions potentielles issues des plans d'actions gratuites à fin décembre 2021. Concernant les BSA Actionnaires émis dans le cadre de la restructuration financière du Groupe survenue en 2020, ces instruments étant actuellement hors de la monnaie, (présentant un prix d'exercice de 3,58 €), ils n'ont donc pas été retenus dans le nombre d'actions utilisées pour nos calculs.

Tableau 25 : Impact dilutif de l'Opération pour l'ensemble des actionnaires

Cours de bourse	Montants souscrits	31/12/2021	Conversion	Conversion
		Actions en EUR	Actions en EUR	Dilution / Relution
		2,68 €	2,65 €	
Angelo Gordon	129 634 782	79 896 139	211 425 690	2,4 %
CSAM	12 500 000	68 316 542	80 404 816	(0,6)%
Briarwood	27 767 700	58 498 196	86 265 896	0,0 %
Barings	27 000 000	49 932 409	77 000 553	0,1 %
BainCapital	20 879 665	47 664 588	68 508 189	(0,1)%
Farallon	24 000 000	38 652 994	62 769 774	0,3 %
Goldman Sachs	13 217 853	27 846 042	41 063 894	0,0 %
Bpi	45 000 000	27 821 469	73 478 343	2,4 %
Total principaux actionnaires	300 000 000	398 628 378	700 917 155	0,6 %
Flottant		233 381 430	231 092 652	(1,0)%
<b>Total</b>	<b>300 000 000</b>	<b>632 009 807</b>	<b>932 009 807</b>	

Source : Analyse FINEXSI

Selon les niveaux de souscription, la relation en capital des différents actionnaires souscripteurs est comprise entre 2,4% et -0,6%.

### 7.2.6.2 Structure actionnariale de TCS

L'Opération consiste notamment en la distribution de 65% du capital de TCS par le Groupe à ses actionnaires (postérieurement à l'émission des MCN). Par ailleurs, il est convenu que chaque actionnaire du Groupe bénéficiera d'une action TCS pour toute action du Groupe détenue. En conséquence, le nombre d'actions TCS sera égal au nombre d'actions TECHNICOLOR EX-TCS divisé par 65%, soit 549 244 207 actions.

Ainsi, sur la base d'une détention du capital de TCS de 35% par TECHNICOLOR EX-TCS, la répartition du capital de TCS après Opération pourrait être la suivante.

Tableau 26 : Évolution de la structure de l'actionnariat

Actionnaires	Nombre d'actions post MCN de Technicolor Ex TCS	% capital Technicolor Ex TCS	Nombre d'actions de TCS	% capital TCS
Angelo Gordon	79 671 524	22,32 %	79 671 524	14,51 %
CSAM	30 298 939	8,49 %	30 298 939	5,52 %
Briarwood	32 507 570	9,11 %	32 507 570	5,92 %
Barings	29 016 111	8,13 %	29 016 111	5,28 %
BainCapital	25 815 935	7,23 %	25 815 935	4,70 %
Farallon	23 653 528	6,63 %	23 653 528	4,31 %
Goldman Sachs	15 474 103	4,33 %	15 474 103	2,82 %
Bpi	27 688 837	7,76 %	27 688 837	5,04 %
Technicolor Ex TCS	-	0,0 %	192 235 717	35,00 %
<b>Actionnaires principaux</b>	<b>264 126 547</b>	<b>73,98 %</b>	<b>456 362 265</b>	<b>83,09 %</b>
Flottant (y compris les actions gratuites et les actions de performance)	92 882 642	26,02 %	92 882 642	16,91 %
<b>Actionnaires totaux</b>	<b>357 009 189</b>	<b>100,00 %</b>	<b>549 244 907</b>	<b>100,00 %</b>

Source : Analyse FINEXSI

Compte du nombre de titres de TECHNICOLOR EX-TCS, le nombre d'actions TCS à l'issue du *spin-off*, serait de 549,2 M<sup>68</sup>.

## 7.3 Analyse des effets de l'Opération de *Spin-off* sur la valorisation de TECHNICOLOR Hors-TCS et TCS

### 7.3.1 Méthodes d'évaluation retenues

Comme pour nos travaux d'évaluation du Groupe avant refinancement et *Spin-off*, nous avons retenu la méthode de la somme des parties, également appelée *Sum of The Part* ou SOTP qui consiste à déterminer la valeur totale d'une entreprise en procédant à l'évaluation séparée des activités qui la composent et à l'addition de la valeur de chacune de ses activités ou filiales pour obtenir la valeur de TECHNICOLOR Hors-TCS dans son ensemble.

Nous rappelons que la somme des parties est particulièrement appropriée pour refléter la valeur intrinsèque de TECHNICOLOR Hors-TCS compte tenu de la diversité de ses activités. Cette approche peut être appliquée à travers l'utilisation de diverses méthodes d'évaluation adaptées à chacune de ses activités, dont l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels comme dans le cas présent.

S'agissant de TCS, nous avons appliqué la méthode des DCF qui, pour rappel, consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'une entreprise par l'actualisation des flux de trésorerie issus de son plan d'affaires à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité du marché vis-à-vis de l'entreprise, en tenant compte d'une valeur de sortie à l'horizon de ce plan. Dans le contexte du *spin-off* de TCS et de l'amélioration des performances futures résultants de différents plans de transformation engagés par TECHNICOLOR, ce critère nous apparaît particulièrement pertinent.

<sup>68</sup> Ce nombre de titres pourrait être plus élevé dans le cas où certains BSA Actionnaires émis dans le cadre de la restructuration financière du Groupe survenue en 2020 seraient exercés, bien que ces instruments sont actuellement hors de la monnaie, (présentant un prix d'exercice de 3,58 €). Au 31 décembre 2021, l'exercice de l'ensemble des BSA donnerait lieu à l'émission de 12 290 163 actions.

### 7.3.2 Présentation du plan d'affaires de TECHNICOLOR Hors-TCS et TCS

Comme pour nos travaux d'évaluation du Groupe avant *spin-off*, le Management de la Société nous a transmis, pour chacune des activités du Groupe, des prévisions par activité.

Concernant l'activité TCS, le plan d'affaires (i) reprend les mêmes prévisions que celles utilisées dans le cadre de notre évaluation avant opération de *spin-off* et (ii) intègre au niveau de l'EBITDA des dissynergies reflétant l'opération de séparation de cette activité du périmètre du Groupe.

Concernant le segment Corporate & Autres, le plan d'affaires (i) reprend également les mêmes éléments que ceux que nous avons retenus pour l'évaluation du Groupe avant *Spin-off* et (ii) intègre aussi des dissynergies engendrées par l'opération de séparation de TCS.

#### 7.3.2.1 Valorisation du pôle Maison Connectée

##### **Prévisions, extrapolation et flux normatif**

Nous rappelons ci-après, les principales hypothèses des prévisions du segment Maison Connectée (cf. 6.7.1.1) :

- Un chiffre d'affaires présentant une croissance annuelle moyenne de 14,4% en raison d'une forte demande mondiale d'équipements haut débit ;
- Une marge d'EBITDA relativement stable sur l'horizon du plan d'affaires proche de celle réalisée en 2021 par la Société sur ce segment d'activité ;
- Un niveau d'investissement représentant en moyenne 3% du chiffre d'affaires, légèrement inférieur à celui observé sur les trois dernières années de 4% ;
- Des charges de restructuration liées aux différents plans de restructuration réalisés par le Groupe, représentant en moyenne 0,2% du chiffre d'affaires sur l'horizon des prévisions ;
- Un taux d'impôt sur les sociétés égal à 25,4% suivant le projet de loi finance 2022 ;
- Une variation de BFR stable sur l'horizon du plan d'affaires.

Concernant la période d'extrapolation, comme dans le cadre de nos travaux d'évaluation du Groupe avant *spin-off*, nous avons prolongé les prévisions du segment Maison Connectée de deux années afin d'obtenir des caractéristiques de croissance et de rentabilité de l'activité plus normative.

### **Taux d'actualisation**

Les analyses menées sur les composantes du Refinancement de la Société extériorisent une baisse significative du levier financier ainsi que du coût total de la dette. Ces éléments traduisent toutes choses étant égales par ailleurs, une baisse du risque financier des actifs évalués (TCS et TECHNICOLOR EX -TCS).

Nous rappelons que nous avons retenu un taux d'actualisation s'élevant à 10,2% dans le cadre de l'évaluation de TECHNICOLOR avant Opération.

Nous avons retenu le coût moyen pondéré du capital après prise en compte des conséquences du Refinancement pour actualiser les flux futurs de trésorerie de TECHNICOLOR EX -TCS.

Le taux retenu s'élève à 9,1% sur la base :

- De la moyenne 3 mois de l'OAT10 ans à 1,16% (source : Banque de France) ;
- D'une prime de risque de 6,16%<sup>69</sup> (source : Moyenne 3 mois Associés en Finance) ;
- D'un bêta désendetté sectoriel de 1,14 (source : Damodaran - bêta *World Telecom Equipement*<sup>70</sup>) ;
- D'une prime de taille de 0,7% retenue pour refléter la moindre taille de la Société par rapport à celle des sociétés cotées appartenant au secteur *Entertainment* (Sources : DUFF & PHELPS - *Valuation Handbook* et analyses FINEXSI) ;
- D'un *gearing* cible de 10,0% considérant que les effets de l'Opération sur l'endettement net de TECHNICOLOR Ex-TCS ;
- Un taux d'impôt sur les sociétés égal à 25,4% qui est celui retenu dans les prévisions ;
- D'un coût de la dette moyen pondéré de 8,3% considérant le coût moyen pondéré des nouvelles dettes levées par TECHNICOLOR.

Nous obtenons ainsi un taux d'actualisation adapté à l'activité du segment qui factorise par ailleurs le risque inhérent à son activité ainsi que celui lié à l'endettement de TECHNICOLOR Ex-TCS et son futur profil de risque.

### **Résultat de la méthode**

La sensibilité de la valeur d'entreprise de l'activité Maison Connectée, selon cette méthode, à une variation combinée du taux d'actualisation (de -0,50 point à +0,50 point) et du taux de croissance à l'infini (de -0,25 point à +0,25 point) est présentée ci-après.

<sup>69</sup> Nous avons utilisé une autre source de primes de risque et de taux sans risque nous permettant ainsi de tenir compte de conditions de marché actuelles.

<sup>70</sup> Le Beta utilisé diffère de celui retenu dans le cadre du calcul du coût du capital au niveau de Groupe et avant Opération, compte tenu de la scission de l'activité TCS.

Tableau 27 : Valorisation de Maison Connectée

		CMPC (%)				
		8,10%	8,60%	9,10%	9,60%	10,10%
Taux de croissance à l'infini (%)	2,25%	935	868	811	762	719
	2,00%	902	841	787	741	701
	1,75%	872	815	765	722	683
	1,50%	844	791	744	703	667
	1,25%	818	768	725	686	652

Source : Analyse FINEXSI

La valorisation de l'activité Maison Connectée, à travers l'application du critère du DCF et sur la base des hypothèses décrites ci-avant, s'inscrit dans une fourchette de 722 M€ à 815 M€ avec une valeur centrale de 765 M€.

Pour rappel, la valorisation de cette activité, avant Opération, s'inscrivait dans une fourchette de 642 M€ à 713 M€ avec une valeur centrale de 675 M€ (cf. 6.7.1.1).

### 7.3.2.2 Valorisation du pôle Services DVD

#### Prévisions, extrapolation et flux normatif

Nous rappelons ci-après, les principales hypothèses des prévisions du segment Services DVD (cf. 6.7.2.1) :

- Un chiffre d'affaires diminuant de -9% par an, tenant compte du déclin attendu du marché notamment lié à la montée en puissance du streaming ;
- Une marge d'EBITDA maintenue stable sur la période, grâce notamment aux économies de coûts et à l'amélioration du mix-format ;
- Un niveau d'investissement représentant en moyenne 1,8% du chiffre d'affaires proche de celui observé en 2021 ;
- Des charges de restructuration représentant en moyenne 0,9% du chiffre d'affaires sur les 3 années de prévisions, permettant la mise en œuvre du plan de transformation ainsi que l'adaptation de la structure à la baisse d'activité attendue ;
- Un taux d'impôt sur les sociétés égale à 25,4% qui est celui utilisé par le Groupe dans le cadre de ses tests de dépréciation ;
- Une variation de BFR stable sur l'horizon du plan d'affaires.

Concernant la période d'extrapolation, comme dans le cadre de nos travaux d'évaluation du Groupe avant *spin-off*, nous avons prolongé les prévisions du segment Services DVD de 12 années afin de refléter la décroissance structurelle du marché de la vidéo physique, et ce sur la base des mêmes hypothèses présentées ci-avant (cf. 6.7.2.1).

Par ailleurs, un flux normatif a été retenu pour calculer une valeur terminale de l'activité de distribution du segment Services DVD pour laquelle le Management anticipe un développement à moyen-long terme.

### Taux d'actualisation

Nous avons retenu le coût moyen pondéré du capital réévalué de TECHNICOLOR EX -TCS pour actualiser les flux futurs de trésorerie de l'activité Services DVD. Comme précisé ci-avant (cf. 7.3.2.1), ce taux ressort à 9,1%.

Comme pour l'activité Maison connectée, ce taux nous apparaît cohérent au regard de son futur profil de risque.

### Résultat de la méthode

La sensibilité de la valeur d'entreprise de l'activité Services DVD, selon cette méthode, à une variation combinée du taux d'actualisation (de -0,50 point à +0,50 point) et du taux de croissance à l'infini (de -0,25 point à +0,25 point) est présentée ci-après.

Tableau 28 : Valorisation de Services DVD

		CMPC (%)				
		8,10%	8,60%	9,10%	9,60%	10,10%
Taux de croissance à l'infini (%)	2,25%	247	235	224	215	206
	2,00%	244	232	<b>222</b>	213	205
	1,75%	242	<b>230</b>	<b>220</b>	<b>212</b>	204
	1,50%	239	228	<b>219</b>	210	203
	1,25%	237	227	217	209	202

Source : Analyse FINEXSI

**La valorisation de l'activité Services DVD, à travers l'application du critère du DCF et sur la base des hypothèses décrites ci-avant, s'inscrit dans une fourchette de 212 M€ à 230 M€ avec une valeur centrale de 220 M€.**

**Pour rappel, la valorisation de cette activité, avant Opération, s'inscrivait dans une fourchette de 196 M€ à 210 M€ avec une valeur centrale de 202 M€ (cf. 6.7.2.1).**

### 7.3.2.3 Valorisation du pôle Corporate & Autres

#### Prévisions, extrapolation et flux normatif

Pour rappel (cf. 6.7.4.1), les prévisions qui nous ont été fournies regroupent notamment les éléments relatifs aux coûts de structure du Groupe, les provisions pour les indemnités de départ à la retraite, et des charges de restructuration. Par ailleurs, sont également prises en compte dans ces éléments, les dissynergies dues au le *Spin-off* de TCS à hauteur de -11 M€ par an.

Concernant la période d'extrapolation, nous avons prolongé les prévisions du segment Corporate & Autres de deux années par cohérence avec les autres extrapolations mises en œuvre<sup>71</sup>, permettant ainsi d'obtenir une valeur terminale représentative d'un coût de structure considéré comme normatif pour le Groupe.

#### Taux d'actualisation

Le taux d'actualisation utilisé pour le segment Corporate & Autres correspond au taux d'actualisation de TECHNICOLOR Ex-TCS soit 9,1%.

#### Résultat de la méthode

La sensibilité de la valeur d'entreprise de l'activité Corporate & Autres, selon cette méthode, à une variation combinée du taux d'actualisation (de -0,50 point à +0,50 point) et du taux de croissance à l'infini (de -0,25 point à +0,25 point) est présentée ci-après.

Tableau 29 : Valorisation de Corporate & Autres

		CMPC (%)				
		8,10%	8,60%	9,10%	9,60%	10,10%
Taux de croissance à l'infini (%)	2,25%	(928)	(861)	(803)	(753)	(710)
	2,00%	(897)	(834)	<b>(781)</b>	(734)	(693)
	1,75%	(868)	<b>(810)</b>	<b>(760)</b>	<b>(716)</b>	(677)
	1,50%	(841)	(787)	<b>(740)</b>	(699)	(662)
	1,25%	(817)	(766)	(722)	(683)	(648)

Source : Analyse FINEXSI

**La valorisation de l'activité Corporate et Autres, à travers l'application du critère du DCF et sur la base des hypothèses décrites ci-avant, s'inscrit dans une fourchette de -716 M€ à -810 M€ avec une valeur centrale de -760 M€.**

**Pour rappel, la valorisation de ce segment, avant l'émission des MCN et l'opération de refinancement, s'inscrivait dans une fourchette de -601 M€ à -671 M€ avec une valeur centrale de -634 M€. (cf. 6.7.4.1).**

<sup>71</sup> L'extrapolation allongée pour le segment Services DVD est liée à la situation particulière de cette activité.

#### 7.3.2.4 Valorisation de TCS

À l'issue du *spin-off*, 35% de la société TCS détournée sera détenue par TECHNICOLOR Ex-TCS, et 65% seront redistribués aux actionnaires actuels du Groupe. Nous avons par conséquent également valorisé TCS en *stand-alone*.

#### **Prévisions, extrapolation et flux normatif**

Nous rappelons ci-après, les principales hypothèses des prévisions de TCS qui intègrent désormais des dissynergies (cf. 6.7.3.1) :

- Un chiffre d'affaires présentant une croissance moyenne de +24,4% par an en raison d'une reprise de l'activité postcrise sanitaire Covid-19 ainsi qu'un marché en forte croissance tiré par une demande soutenue sur les segments des effets spéciaux et de la publicité ;
- Une croissance significative de la marge d'EBITDA avant prise en compte des dissynergies, par rapport à 2021, liée à une optimisation du mix d'activités de TCS ;
- Des dissynergies s'élevant à 26 M€ par an en 2024 prises en compte au niveau de l'EBITDA ;
- Un niveau d'investissement représentant en moyenne de 5,3% du chiffre d'affaires (dont environ 3 M€ au titre des dysynergies) ;
- Des charges de restructuration représentant en moyenne 0,6% du chiffre d'affaires sur l'horizon des prévisions ;
- Un taux d'impôts sur les sociétés égal à 25,2% correspondant à la moyenne des taux d'impôts des pays dans lesquels opère TCS<sup>72</sup>;
- Un niveau de variation de BFR représentant en moyenne -19,5% de la variation du chiffre d'affaires principalement lié aux besoins croissants en *rendering*<sup>73</sup>.

Concernant la période d'extrapolation, comme dans le cadre de nos travaux d'évaluation du Groupe avant *Spin-off*, nous avons prolongé les prévisions de TCS de deux années afin d'obtenir des caractéristiques de croissance et de rentabilité de l'activité plus normatives.

Nous avons également retenu un taux de croissance à l'infini de à 2,5% considérant que la croissance de TCS serait plus importante à terme étant donné son positionnement futur de *pure-player*.

#### **Taux d'actualisation**

Les analyses menées sur les composantes du Refinancement de la Société extériorisent une baisse significative du levier financier ainsi que du coût total de la dette. Ces éléments traduisent toutes choses étant égales part ailleurs, une baisse du risque financier des actifs évalués (TCS et TECHNICOLOR HORS -TCS).

<sup>72</sup> Canada, Inde et Royaume-Uni.

<sup>73</sup> Le *rendering* implique un processus de calcul complexe de traitement des données.

Nous rappelons que nous avons retenu un taux d'actualisation s'élevant à 10,2% dans le cadre de l'évaluation de TECHNICOLOR avant Opération.

Nous avons retenu le coût moyen pondéré du capital après prise en compte des conséquences de l'Opération pour actualiser les flux futurs de trésorerie de TCS. Le taux retenu s'élève à 8,8% sur la base :

- De la moyenne 3 mois de l'OAT10 ans à 1,16% (source : Banque de France) ;
- D'une prime de risque de 6,16%<sup>74</sup> (source : Moyenne 3 mois Associés en Finance) ;
- D'un bêta désendetté sectoriel de 1,07 (source : Damodaran - bêta World *Entertainment*) ;
- D'une prime de taille de 0,7 % retenue pour refléter la moindre taille de la Société par rapport à celle des sociétés cotées appartenant au secteur *Entertainment* (Sources : DUFF & PHELPS - *Valuation Handbook* et analyses FINEXSI) ;
- D'un *gearing* de 50,0% calculé sur la base de l'endettement financier net futur de TCS après réallocation de la dette et conversion des MCN ;
- Un taux d'impôt sur les sociétés égal à 25,2% correspondant à la moyenne des taux d'impôts des pays dans lesquels opère TCS<sup>75</sup> ;
- D'un coût de la dette moyen pondéré de 6,1% correspondant au taux d'intérêt de la dette future de TCS après *spin-off*.

Nous obtenons ainsi un taux d'actualisation adapté à TCS et à son exposition par rapport aux différents pays où elle opère, qui factorise par ailleurs le risque inhérent à son activité ainsi que celui lié à son futur endettement financier.

### Résultat de la méthode

La sensibilité de la valeur d'entreprise de TCS, selon cette méthode, à une variation combinée du taux d'actualisation (de -0,50 point à +0,50 point) et du taux de croissance à l'infini (de -0,25 point à +0,25 point) est présentée ci-après.

Tableau 30 : Valorisation de TCS

		CMPC (%)				
		7,8%	8,3%	8,8%	9,3%	9,8%
Taux de croissance à l'infini (%)	3,00%	2 202	1 988	1 811	1 662	1 535
	2,75%	2 108	1 912	<b>1 748</b>	1 610	1 491
	2,50%	2 023	<b>1 842</b>	<b>1 690</b>	<b>1 561</b>	1 449
	2,25%	1 945	1 778	<b>1 637</b>	1 516	1 411
	2,00%	1 874	1 719	1 587	1 474	1 375

Source : Analyse FINEXSI

<sup>74</sup> Nous avons utilisé une autre source de primes de risque et de taux sans risque nous permettant ainsi de tenir compte de conditions de marché actuelles.

<sup>75</sup> Canada, Inde et Royaume-Uni

**La valorisation de TCS, à travers l'application du critère du DCF et sur la base des hypothèses décrites ci-avant, s'inscrit dans une fourchette de 1 561 M€ à 1 842 M€ avec une valeur centrale de 1 690 M€.**

**Pour rappel, la valorisation de cette activité, avant l'Opération, s'inscrivait dans une fourchette de 1 199 M€ à 1 354 M€ avec une valeur centrale de 1 272 M€ (cf. 6.7.3.1).**

### ***Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres de TCS***

Sur la base de la valeur d'entreprise extériorisée ci-avant (1 690 M€) et de l'endettement net ajusté estimé de TCS postérieurement à la réalisation de l'Opération de (622 M€<sup>76</sup>), la valeur des fonds propres de TCS s'élèverait à 1 068 M€.

## **7.4 Incidence de l'Opération sur la situation de l'actionnaire en termes de création de valeur théorique**

L'Opération doit être appréciée pour chaque actionnaire en fonction (i) du contexte actuel de la Société, endettée et qui va devoir faire face à un refinancement dans les 24 prochains mois et (ii) de la situation actuelle de l'actionnaire par référence à la période qui précède l'Opération.

Pour mémoire, la valeur des fonds propres de la Société pré-Opération telle qu'elle ressort de nos travaux d'évaluation présentée en partie 6 du présent rapport est comprise entre (2,8 € et 3,5 €).

Nous avons ainsi quantifié de manière théorique, à partir de nos travaux de valorisation, la création de valeur liée à l'Opération. Cette analyse est présentée ci-après.

Les valeurs intrinsèques issues de ces analyses traduisent une création de valeur potentielle pour l'ensemble des actionnaires, sous réserve de la réalisation du plan d'affaires du Management sur lequel est fondée notre évaluation.

### **7.4.1.1 Synthèse de la valeur par la Somme des Parties**

Sur la base des travaux décrits ci-avant, nous reprenons ci-après les résultats issus de l'approche par les flux futurs et la valeur d'entreprise de TECHNICOLOR Ex-TCS et TCS, ainsi que leurs valeurs des fonds propres (cf. 7.2.4).

<sup>76</sup> Composé de (623,3) M€ de dette financière, 30 M€ de trésorerie, de (7) M€ d'autres ajustements et de coûts de sortie estimés à (22 M€).

Tableau 31 : Synthèse de la valorisation de TECHNICOLOR Ex-TCS et de TCS

En M€	TCH - Ex TCS	TCS
+ TCS (35% des fonds propres)	374	
+ Pôle Maison Connectée	765	
+ Pôle Services DVD	220	
+ Corporate & Autres	(760)	
<b>Valeur d'entreprise</b>	<b>600</b>	<b>1 690</b>
<b>+/- Dette nette ajustée</b>	<b>(96)</b>	<b>(622)</b>
<b>Valeur des fonds propres - 100% Technicolor Ex-TCS et TCS</b>	<b>503</b>	<b>1 068</b>
	100%	65%
<b>Valeur des fonds propres - 100% Technicolor Ex-TCS et 65% TCS</b>	<b>503</b>	<b>694</b>
Nombre d'actions avant conversion des MCN - M	242	
Conversion des MCN	115	
<b>+/- Nombre d'actions après conversion des MCN</b>	<b>357</b>	<b>549</b>
		65%
<b>Nombre d'actions aux actionnaires de TCS (65%)</b>		<b>357</b>
<b>Valeur par action - €</b>	<b>1,4</b>	<b>1,9</b>
<b>Valeur par action après opération de Spin-off - €</b>		<b>3,4</b>
<b>Valeur par action avant opération de Spin-Off - €</b>		<b>3,1</b>
<b>Création de valeur - %</b>		<b>8 %</b>

Source : Analyse FINEXSI

L'Opération est un processus double, dans lequel la Société refinance l'ensemble de sa dette, et procède à la distribution de 65% du capital de TCS à ses actionnaires, ce qui permettra de rendre ces activités plus visibles pour ses actionnaires et les investisseurs même si nous ne pouvons estimer cours de bourse futur de TCS.

Sur la base de l'approche de la somme des parties, la valorisation s'établit à 3,1 € par action (en valeur centrale) avant l'Opération. Cette valeur suppose toutefois que les prévisions actualisées établies par le Management se réalisent sans aléas majeurs.

La mise en place de l'émission de MCN ainsi que l'ensemble du Refinancement permet d'améliorer significativement le profil de risque financier de la Société.

Toutes ces composantes ont été intégrées dans nos calculs pour mesurer l'évolution de la valeur pour les actionnaires. Sur la base de nos calculs, l'Opération est créatrice de valeur pour l'actionnaire, puisque nos travaux d'évaluation montrent une valeur centrale par action après l'Opération de 3,4 € (i.e. estimés sur les mêmes bases multicritères qu'avant l'Opération), contre 3,1 € initialement.

## **8. Accords connexes**

Il n'existe aucun accord connexe entre la Société ou son Management et les actionnaires du Groupe dans le cadre de l'Opération, ce qui nous a été confirmé en lettre d'affirmation par le Management.

## 9. Conclusion

Rappelons tout d'abord que notre rapport n'a pas pour objet de donner une recommandation implicite ou explicite sur l'Opération sur laquelle les actionnaires doivent se prononcer, mais de leur apporter une information et une opinion sur les modalités et incidences pour eux de cette Opération.

L'Opération s'inscrit dans un processus dual, dans lequel la Société envisage le refinancement intégral de sa dette, ainsi que la distribution de 65% du capital de la Société à ses actionnaires qui regroupera les activités de TCS dont ils deviendront actionnaires en direct.

Dans ce cadre FINEXSI a émis le 4 avril 2022 un rapport d'attestation d'équité ayant pour objet d'apprécier le caractère équitable des conditions financières de l'émission des *Mandatory Convertible Notes* du point de vue des actionnaires de TECHNICOLOR. Leur émission a été approuvée par l'Assemblée Générale Extraordinaire des actionnaires de TECHNICOLOR qui s'est tenue le 6 mai 2022.

Nous rappelons que la mise en place de l'émission de MCN permet d'améliorer le profil de risque financier de la Société à des conditions proches de celles des émissions de catégorie comparable.

Aussi, les MCN émises pourront être converties à un prix de 2,60 € par action, ce qui entraînerait l'émission de 115,4 M d'actions en cas de conversion, et une dilution des actionnaires non titulaires de MCN.

L'ensemble des opérations du Refinancement d'un montant de 1,3 Md€ permettent d'améliorer le profil de risque financier de la Société, avec un désendettement de TECHNICOLOR et un meilleur coût de la dette (7,0%<sup>77</sup> vs. 8,7%<sup>78</sup>). Ce Refinancement permet également de reporter les échéances des dettes actuelles de 2024 à 2026.

Le Refinancement est notamment composé de :

- 299.999.999 M€ de MCN ;
- 375.000.000 € de prêt à terme (deux tranches de 250.000.000 € et 125.000.000 €) souscrits par TECHNICOLOR SA ;
- 623.345.991 € de prêt à terme (deux tranches de 564.200.000 € et 60.000.000 \$) souscrits par TCS destiné à financer le prix d'acquisition par TCS auprès de Technicolor d'une partie des actions de la Société qui détiendra l'activité Technicolor Creative Studios (le solde devant être apporté par Technicolor à TCS après la réalisation de la cession) et le remboursement de la dette intragroupe vis-à-vis de Technicolor.

Ensuite, la distribution de 65% du capital de TCS à ses actionnaires, permettra de rendre les activités de TCS plus visibles pour ses actionnaires et les investisseurs et leur donnera un accès direct à la liquidité de cet actif.

Nous ne pouvons pas estimer le cours de bourse futur de TCS mais afin d'évaluer la situation de l'actionnaire dans le cadre de cette Opération, nous avons réalisé une évaluation multicritères de TECHNICOLOR avant et après l'Opération (processus de Refinancement et *spin-off*) afin de calculer la dilution et la création de valeur pour les actionnaires.

<sup>77</sup> Coût moyen pondéré des dettes souscrites par Technicolor SA et TCS (hors MCN considérées comme converties).

<sup>78</sup> Coût moyen pondéré de la dette au 31.12.21 (hors dettes de loyers). Ce taux est de 8,88% au 30 juin 2022.

Sur la base de l'approche de la somme des parties, cette valorisation s'établit entre 2,8 et 3,5 € par action avant l'Opération. Ces niveaux de valorisation supposent toutefois que les prévisions actualisées établies par le Management se réalisent sans aléas majeurs.

Son cours de bourse sur différentes périodes de référence dans les derniers 12 mois a oscillé entre 2,55 € et 3,53 €<sup>79</sup>.

Sur la base des travaux décrits dans le présent rapport sur la valorisation du Groupe et l'examen des conditions financières de l'Opération, nous devons formuler les principales remarques suivantes :

Pour les actionnaires souscripteurs de MCN et créanciers :

- Nous rappelons que l'ensemble des souscripteurs des MCN ne bénéficient pas des mêmes effets liés à la conversion en action des MCN compte tenu des montants de souscription qui diffèrent de la participation des actionnaires au capital de la Société avant l'Opération. Selon les niveaux de souscription, la relation en capital des différents actionnaires souscripteurs est comprise entre -0,6% et 2,4% ;
- La rémunération des actionnaires souscripteurs et/ou créanciers sous forme d'*Upfront fee*, d'*Original Issue Discount*, et d'*Exit fee* est significative, mais reste cohérente au regard de l'ensemble de l'Opération. Nous avons comparé cette rémunération à celles observées dans le cadre d'opérations de restructuration de dette lesquelles ont pu revêtir des modalités différentes. Il ressort que la rémunération attribuée dans le cadre de la présente Opération, exprimée en pourcentage de leur investissement, se situe dans la fourchette des opérations analysées. Par ailleurs, la rémunération sous forme d'OID, plutôt qu'en numéraire, n'aura pas d'incidence sur le compte de résultat de la Société ni sur sa trésorerie qui pourra être consacrée en totalité pour le financement de l'activité ;

Pour les actionnaires ne souscrivant pas aux MCN et ne participant pas au Refinancement en tant que créanciers, il en ressort les analyses suivantes :

- Nous rappelons que le prix de conversion des MCN de 2,60 € extériorise une décote de 5% sur le cours moyen pondéré des volumes 3 mois avant annonce de l'Opération, et de 3% sur le niveau de cours de clôture de la veille de l'annonce. En conséquence le niveau de dilution en valeur subi par l'actionnaire ne souscrivant pas est de l'ordre de 1% sur la base du dernier cours de bourse avant Opération, ce qui nous paraît peu significatif au regard de la création de Valeur dont il pourrait bénéficier en cas de réalisation de l'Opération ;
- Les actionnaires qui n'ont pas la possibilité de souscrire à l'émission seront dilués en ce qu'ils détiendront globalement 24,8% du capital après Opération en cas de conversion intégrale des MCN, contre une détention de l'ordre de 36,9% avant Opération, ce qui est significatif ;
- Ce niveau de dilution s'explique par le dimensionnement de l'Opération lui permettant de procéder au refinancement de l'ensemble de son endettement, d'en diminuer le coût et d'en réduire le montant. Ceci ayant pour effet de créer de la valeur ;

<sup>79</sup> Au 27 juillet 2022.

- L'Opération apparaît créatrice de valeur pour l'actionnaire. Il ressort de nos travaux d'évaluation une valeur centrale par action TECHNICOLOR détenue après Opération de 3,4 €<sup>80</sup> contre 3,1 €<sup>81</sup> initialement. Cela repose notamment sur une Valeur d'Entreprise de TCS à travers l'application du critère du DCF qui s'inscrit dans une fourchette de 1 561 M€ à 1 842 M€ avec une valeur centrale de 1 690 M€. La valeur des fonds propres estimée sur la base de cette valeur d'entreprise (1 690 M€) et de la dette nette ajustée estimée de TCS (622 M€), s'élèverait ainsi à 1 068 M€.

La création de valeur provenant de la réduction du risque financier de la Société, à travers la baisse de son niveau de levier financier et du coût de son endettement, qui se traduisent par une amélioration du coût du capital<sup>82</sup>. Étant rappelé que le cours de bourse de la Société a progressé de +14%<sup>83</sup> depuis l'annonce de l'Opération.

En conclusion, nous constatons pour les actionnaires que la mise en place de cette Opération permet d'améliorer le profil de risque financier de la Société et de favoriser le développement de TCS dont ils deviendront actionnaires en direct. Ces composantes ont été intégrées dans nos calculs sur l'évolution du patrimoine de l'actionnaire.

Dès lors, dans ce contexte, nous estimons qu'à la date du présent rapport, les modalités de l'Opération sont équitables du point de vue financier pour les actionnaires.

Fait à Paris, le 2 août 2022

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER



Errick UZZAN  
Associé



Olivier PERONNET  
Associé

*PJ : Annexe unique*

<sup>80</sup> Étant précisé que tout actionnaire détenant une action Technicolor avant l'Opération détiendra à l'issue de l'Opération, une action Technicolor Ex-TCS ainsi qu'une action TCS.

<sup>81</sup> Étant précisé que dans notre rapport du 4 avril 2022, la valeur centrale de l'action Technicolor ressortait à 4,1 €. La baisse de valeur s'expliquant essentiellement par un coût du capital plus élevé désormais compte tenu de l'évolution du contexte économique et financier mondial des derniers mois. Elle s'explique également par la révision des prévisions de la Société.

<sup>82</sup> Le coût du capital de Technicolor avant l'Opération s'établit à 10,2% dans nos travaux, tandis que postérieurement à l'Opération, le coût du capital de TCS est estimé à 8,8% compte tenu du Refinancement et des effets du *spin-off*.

<sup>83</sup> Sur la base d'un cours avant annonce de 2,68 € et d'un cours de clôture au 27 juillet 2022 de 3,05 €.

## Annexe unique

### Présentation du cabinet FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER

- L'activité de FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER (FINEXSI) s'inscrit dans le cadre des métiers réglementés par l'Ordre des Experts-Comptables et la Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes. Elle regroupe principalement les activités suivantes :
- Commissariat aux comptes ;
- Acquisitions et cessions d'entreprises ;
- Apports et fusions ;
- Évaluation et expertise indépendante ;
- Assistance dans le cadre de litiges.

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

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

Date	Cible	Initiateur	Banque(s) présentatrice(s)	Opération
déc.-20	Europcar Mobility Group	N/A	N/A	Augmentation de capital réservée et augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription
janv.-21	Dalet	Dalet Holding	Alantra Capital Markets	Offre Publique d'Achat Simplifiée
mars-21	Vallourec	N/A	N/A	Projets d'Augmentation de capital avec maintien du Droit Préférentiel de Souscription et d'augmentation de capital réservée à certains créanciers
mai-21	Tarkett	Tarkett Participations	BNPP, Crédit Agricole CIB, Rothschild Martin Maurel, Société Générale	Offre Publique d'Achat Simplifiée suivie d'un Retrait Obligatoire
juin-21	Bourrelier Group	M14	Invest Securities	Offre Publique de Retrait
juin-21	Suez	Veolia	HSBC, Crédit Agricole CIB, Morgan Stanley, Bank of America	Offre Publique d'Achat
juin-21	Bel	Unibel SA	BNP Paribas	Offre Publique de Retrait
juil.-21	SFL	Immobiliaria Colonial	Morgan Stanley	Offre Publique Mixte Simplifiée
août-21	Genkyotex	Calliditas Therapeutics AB	Bryan, Garnier & Co	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire
nov.-21	Prodw are	Phast Invest	Banque Degroof Petercam	Offre Publique d'Achat
nov.-21	SQLI	DBAY Advisors	Messier & Associés	Offre Publique d'Achat
déc.-21	LV Group	LVMH	Natixis	Offre Publique de Retrait
mai-22	Pierre & Vacances Center Parcs	N/A	N/A	Augmentation de capital réservée et augmentation de capital avec maintien du droit préférentiel de souscription
mai-22	Figeac Aero	N/A	N/A	Augmentation de capital réservée à Tikehau Ace Capital
mai-22	Ucar	Goa LCD (filiale de Cosmobilis)	Rothschild Martin Maurel	Offre Publique d'Achat

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

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

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

## **Description des diligences effectuées**

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

- 1 -** Prise de connaissance de l'Opération et acceptation de la mission
- 2 -** Identification des risques et orientation de la mission
- 3 -** Collecte des informations et des données nécessaires à la mission :
  - Prise de connaissance des notes d'analyse sectorielle, des notes d'analyse sur les comparables de la Société et des notes d'analyse sur les transactions comparables
- 4 -** Appréciation du contexte spécifique de l'Opération :
  - Echanges avec le Management de la Société
  - Echanges avec le conseil financier de la Société
- 5 -** Analyse de l'opération et de la documentation juridique liée
- 6 -** Prise de connaissance de la documentation comptable et financière de la Société
- 7 -** Analyse du cours de bourse de TECHNICOLOR SA :
  - Analyse du flottant et de la liquidité
  - Analyse de l'évolution du cours
- 8 -** Revue du plan d'affaires du Management de la Société
- 9 -** Mise en œuvre de l'évaluation selon la méthode de la somme des parties (SOTP), consistant à évaluer la valeur de chacune des activités de TECHNICOLOR, via l'application des méthodes suivantes :
  - Actualisation des flux de trésorerie futurs (à titre principal) et réalisation de tests de sensibilité
- 10 -** Mise en œuvre de l'évaluation selon la méthode de la somme des parties (SOTP), consistant à évaluer la valeur de chacune des activités de TECHNICOLOR, après Opération via l'application des méthodes suivantes :
  - Actualisation des flux de trésorerie futurs (à titre principal) et réalisation de tests de sensibilité
- 11 -** Analyse des conditions financières du Refinancement :
- 12 -** Obtention des lettres d'affirmation du représentant de la Société
- 13 -** Revue indépendante
- 14 -** Rédaction du rapport

**Calendrier de l'étude**

Entre le 8 février 2022 et le 16 février 2022	Premiers contacts avec le management de TECHNICOLOR sur les conditions de notre intervention.
24 février 2022	Désignation de FINEXSI comme Expert indépendant par le Conseil d'Administration de TECHNICOLOR. Prise d'informations sur l'Opération.
Du 25 février 2022 au 14 mars 2022	Collecte de l'information publique disponible.  Recherche des transactions comparables à partir des bases de données.  Identification et collecte de données sur les comparables boursiers à partir de la base de données financières CAPITAL IQ notamment.
Semaine du 14 au 18 mars 2022	Sessions de travail avec Monsieur Jean-Baptiste NINEUIL, <i>Investment Committee Secretary &amp; Financial Controller</i> , et Monsieur Emmanuel JANIN, <i>Deputy CFO</i> , portant sur l'élaboration et les hypothèses retenues dans le cadre du Business Plan 2022-2024.
21 mars 2022	Session de travail avec Monsieur Jean-Baptiste NINEUIL, portant sur l'élaboration et les hypothèses retenues dans le cadre du Business Plan 2022-2024.
21 mars 2022	Réunion avec l'AMF portant sur les sujets clés relatifs à l'Opération.
Semaines du 28 février 2022, 7, 14, 21 mars 2022	Mise en œuvre d'une évaluation multicritères des actions TECHNICOLOR.  Rédaction du rapport d'évaluation.
Semaine du 21 mars 2022	Revue indépendante du rapport du cabinet FINEXSI.
29 mars 2022	Présentation de nos travaux et analyses au Conseil d'Administration.
31 mars 2022	Obtention de la lettre d'affirmation.
4 avril 2022	Remise de l'attestation d'équité sur l'émission de la <i>Mandatory Convertible Notes</i>
6 mai 2022	Assemblée Générale des actionnaires de Technicolor, et approbation de l'émission de la <i>Mandatory Convertible Notes</i>
Semaines du 14 mai au 5 juillet 2022	Sessions de travail avec Monsieur Jean-Baptiste NINEUIL, <i>Investment Committee Secretary &amp; Financial Controller</i> , portant sur l'actualisation des hypothèses retenues dans le cadre du Business Plan 2022-2024 et sur l'évolution du Refinancement.

---

Semaines du 14 mai au 22 juillet 2022	Mise en œuvre d'une évaluation multicritères des actions TECHNICOLOR.  Rédaction du rapport d'évaluation.
Semaines du 11, 18 et 25 juillet	Sessions de travail avec Monsieur Jean-Baptiste NINEUIL, <i>Investment Committee Secretary &amp; Financial Controller</i> , portant sur l'évolution du Refinancement.
Semaine du 25 juillet 2022	Revue indépendante du rapport du cabinet FINEXSI.
26 juillet 2022	Réunion avec l'AMF portant sur les sujets clés relatifs à l'Opération.
28 juillet 2022	Présentation de nos travaux et analyses au Conseil d'Administration.
1 <sup>er</sup> août 2022	Obtention de la lettre d'affirmation.
2 août 2022	Remise de l'attestation d'équité sur les conditions financières de l'Opération.

**Liste des personnes rencontrées ou contactées****Société TECHNICOLOR**

- Monsieur Richard MOAT, *CEO*
- Monsieur Laurent CAROZZI, *CFO*
- Monsieur Emmanuel JANIN, *Deputy CFO*
- Monsieur Jean Baptiste NINEUIL, *Investment Committee Secretary & Financial Controller*

**Conseil financier de la Société (ROTHSCHILD & Co)**

- Madame Jessica Kaulanjan, Jessica, Vice President

**Conseil financier de la Société (D'ANGELIN & Co)**

- Monsieur Alessio PIERI, *Partner*
- Monsieur Miguel RESENDE, *Associate*
- Monsieur Anthony BIZI, *Analyst*
- Monsieur Frederico ROTOLO, *Analyst*

**Conseil juridique de la Société (BREDIN PRAT)**

- Monsieur Sébastien PRAT, *Associé*
- Monsieur Olivier SABA, *Associé*

**Sources d'information utilisées**

Les informations significatives utilisées dans le cadre de notre mission ont été de plusieurs natures :

- Informations communiquées par la société TECHNICOLOR et ses conseils
- Document financière relative à l'Opération
- Documentation juridique « corporate » de TECHNICOLOR
- Plan d'affaires 2022-2024
- Note d'analystes avant et après annonce de l'Opération

**Informations de marché**

- Communication financière de TECHNICOLOR sur les exercices 2015 à 2022
- Communication de TECHNICOLOR relative à l'Opération (communiqué de presse, présentations investisseurs, etc.)
- Cours de bourse, comparables boursiers, consensus de marché : CAPITAL IQ
- Données de marchés (Taux sans risque, prime de risque, bêta...) : CAPITAL IQ, ASSOCIES EN FINANCE, DAMODARAN, US DEPARTMENT OF THE TREASURY, DUFF & PHELPS

**Personnel associé à la réalisation de la mission**

Les signataires, Messieurs Olivier PERONNET (associé) et Errick UZZAN (associé), ont notamment été assistés de Messieurs Thomas LIBS (Senior Manager), et Muge BULUS (Associate).

La revue indépendante a été effectuée par Monsieur Jean-Marc BRICHET, associé du cabinet, spécialiste en évaluation financière, qui n'a pas participé aux travaux d'évaluation.

Il a été désigné au début de la mission et tenu informé des points d'attention ou difficultés identifiés au cours de la mission jusqu'à la sortie du rapport. Son rôle est de s'assurer du respect de la qualité des travaux et des bonnes pratiques en matière d'évaluation. Ses diligences ont principalement consisté en :

- La revue de la procédure d'acceptation de la mission et de l'évaluation de l'indépendance du cabinet ;
- La revue des travaux d'évaluation mis en oeuvre par l'équipe et des conclusions issues de ces travaux ;
- La revue des documents permettant le fondement de l'opinion des associés signataires et l'appréciation du format et de la conclusion du rapport.

Ses travaux ont fait l'objet d'une formalisation écrite et d'échanges avec les associés signataires.