



6 Synthèse de nos travaux et appréciation du caractère équitable du prix convenu et des modalités de l'opération envisagée pour les actionnaires d'LIAD

Vous nous avez demandé d'examiner le prix de la transaction et ses modalités pour valider le caractère équitable de cette opération au plan financier pour les actionnaires d'LIAD.

Nos travaux appellent les observations et conclusions suivantes :

6.1 En ce qui concerne le rationnel de l'investissement d'LIAD dans EIR

La présente Opération consisterait pour NJJ TARA et LIAD à prendre le contrôle de l'opérateur irlandais EIR au moyen du rachat de 64,5% de son capital par l'intermédiaire d'un véhicule d'investissement commun (NJJ BORU) qui serait contrôlé par NJJ Tara à hauteur de 51%.

LIAD interviendrait donc comme actionnaire minoritaire dans cette opération. Ce schéma qui apparaît singulier au plan industriel pour un opérateur comme LIAD repose en définitive sur un effet d'opportunité.

L'intérêt de l'opération pour LIAD repose sur (i) le potentiel de création de valeur qui résulterait des leviers d'optimisation identifiés par le management de NJJ et (ii) l'opportunité de prendre le contrôle de la cible à terme du fait d'un call exerçable en 2024 sur 80% des titres NJJ BORU détenus par NJJ Tara, à un prix égal à la valeur de marché diminuée d'une décote de 12,5%.

Dans sa structuration actuelle, LIAD, du fait de son statut d'actionnaire minoritaire ne serait pas contraint de consolider EIR, lui permettant ainsi de ne pas modifier ses grands équilibres financiers et de conserver des marges de manœuvre pour ses projets industriels à plus forts enjeux (développement de son activité mobile en Italie, investissements dans le très haut débit fixe et mobile en France, rachat d'actifs dans le cadre de l'éventuelle consolidation du marché français).

Enfin, l'exposition d'LIAD au plan du risque financier apparaît relativement limitée au regard de son investissement initial de 313 M€, d'autant que le vendeur a proposé des garanties qui permettent de couvrir partiellement certains risques financiers (exposition à l'augmentation des cotisations pour la couverture des retraites, risque de changement réglementaire ayant un impact sur les tarifs de gros sur le FTTC).



6.2 Sur le caractère équitable du prix de la transaction et de ses modalités

Nous sommes d'avis que l'opération est effectuée à un prix de marché lorsque l'on prend en considération les résultats de notre approche multicritère.

Le fait que NJJ et LIAD réalisent cette opération sur la base d'un même prix alors que NJJ en devient l'actionnaire de contrôle ne nous semble pas être de nature à porter atteinte au caractère équitable de cette opération pour les actionnaires d'LIAD du fait de l'existence d'un call avec une décote de 12,5% au bénéfice d'LIAD et du fait qu'il est usuel qu'un co-investissement soit réalisé aux mêmes conditions pour tous les investisseurs, qu'ils soient majoritaires ou minoritaires.

Les analyses comparatives de rendement pour chacun des groupes d'actionnaires au terme de cette opération mettent en évidence que le niveau de TRI potentiel de l'investissement d'LIAD sur la base du business plan acquéreur apparaît cohérent avec le rendement exigé dans le cadre d'un investissement financier de cette nature.

Par ailleurs, le niveau de TRI de l'investissement d'LIAD apparaît être supérieur à celui de NJJ (ainsi que celui d'ANCHORAGE/DK) en cas de conditions de sorties semblables à celles de l'investissement initial, grâce à l'impact de la décote de 12,5% dont bénéficie LIAD.

De plus, nos travaux de revue des accords connexes à cette opération, en particulier le pacte d'actionnaires entre NJJ et LIAD, n'ont pas mis en évidence de dispositions qui seraient de nature à remettre en cause au plan financier le caractère équitable du prix de l'Opération pour l'actionnaire LIAD.

On relève notamment qu'LIAD disposera d'un processus de liquidité de sa participation dans EIR en cas de non exercice du call, d'un droit de veto sur les décisions stratégiques lui permettant de protéger ses intérêts, d'un droit de regard dans la gestion et d'implication dans la gouvernance.

En définitive, nous sommes d'avis que les modalités de l'opération envisagée sont équitables au plan financier pour les actionnaires d'LIAD.

Fait à Paris, le 18 décembre 2017

FINEXSI EXPERT & CONSEIL FINANCIER



Christophe LAMBERT



Olivier PERONNET

PJ : Annexe unique