

PROJET DE NOTE ÉTABLI PAR LA SOCIÉTÉ



EN RÉPONSE

**À L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIÉE VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ
ILIAD INITIÉE PAR LA SOCIÉTÉ**

HOLDCO II



Le présent projet de note en réponse (le « **Projet de Note en Réponse** ») a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») le 26 août 2021, conformément aux dispositions de l'article 231-26 de son règlement général. Il a été établi conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF.

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

AVIS IMPORTANT

En application des articles 231-19 et 261-1 et suivants du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet BM&A Advisory & Support, représenté par Monsieur Pierre Béal, agissant en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** »), est inclus dans le présent Projet de Note en Réponse.

Le présent Projet de Note en Réponse est disponible sur le site internet d'Iliad (www.iliad.fr/fr) et de l'AMF (www.amf-france.org) et mis à la disposition du public sans frais au siège social d'Iliad, 16 rue de la Ville L'Évêque, 75008 Paris.

Conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables d'Iliad seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public, selon les mêmes modalités, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique.

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

TABLE DES MATIÈRES

1. PRÉSENTATION DE L'OFFRE	4
1.1. Contexte et motifs de l'Offre	6
1.2. Termes de l'Offre	7
1.2.1. Principaux termes de l'Offre	7
1.2.2. Modalités de l'Offre	7
1.2.3. Ajustement des termes de l'Offre	8
1.2.4. Nombre et nature des titres visés par l'Offre	8
1.2.5. Situation des bénéficiaires d'Actions Gratuites	10
1.2.6. Situation des titulaires d'Options	12
1.2.7. Situation des titulaires d'Actions Bloquées en PEG et PEGI	13
1.2.8. Intentions en matière de retrait obligatoire	14
1.3. Procédure d'apport à l'Offre	14
1.4. Calendrier indicatif de l'Offre	15
1.5. Restrictions concernant l'Offre à l'étranger	17
2. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ	18
3. INFORMATION DU COMITÉ DE GROUPE DE LA SOCIÉTÉ	28
4. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ	28
5. INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ RELATIVE AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES	29
6. ACCORDS POUVANT AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRÉCIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE	30
6.1. Reclassement interne d'Actions détenues par le Fondateur	30
6.2. Engagements d'apport à l'Offre et réinvestissement des actionnaires historiques et des dirigeants	30
6.3. Mécanisme de liquidité	31
6.4. Autres accords dont la Société a connaissance	33
7. ÉLÉMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	33
7.1. Structure et répartition du capital	33
7.2. Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'Actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du code de commerce	34
7.3. Clause des conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'Actions et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société	35
7.4. Participations directes et indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres	35
7.5. Liste des détenteurs de tout titre Iliad comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	38
7.6. Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	39
7.7. Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions au transfert d'Actions et à l'exercice des droits de vote	39
7.8. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration et à la modification des statuts de la Société	40
7.8.1. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration	40
7.8.2. Règles applicables à la modification des statuts	41

7.9.	Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres	42
7.10.	Accords significatifs conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société	45
7.11.	Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration, les dirigeants ou les salariés de la Société, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique	45
7.12.	Mesures susceptibles de faire échouer l'Offre que la Société a mises en œuvre ou décide de mettre en œuvre	45
8.	RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT DE L'ARTICLE 261-1 DU RÈGLEMENT GÉNÉRAL DE L'AMF	46
9.	MODALITÉS DE MISE À DISPOSITION DES AUTRES INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ	46
10.	PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITÉ DU PROJET DE NOTE EN RÉPONSE	46
ANNEXE 1 RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT DE L'ARTICLE 261-1 DU RÈGLEMENT GÉNÉRAL DE L'AMF		47

1. PRÉSENTATION DE L'OFFRE

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 233-1, 1° et suivants du règlement général de l'AMF, HoldCo II, une société par actions simplifiée au capital de 68.456 euros, dont le siège social est situé 16 rue de la Ville L'Évêque, 75008 Paris, et immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 844 857 268 (ci-après, « **HoldCo II** » ou l'« **Initiateur** »), contrôlée par Monsieur Xavier Niel par l'intermédiaire de la société HoldCo¹ (« **HoldCo** »), offre de manière irrévocable aux actionnaires de la société Iliad, société anonyme à conseil d'administration au capital de 14.901.666 euros, dont le siège social est situé 16 rue de la Ville L'Évêque, 75008 Paris, immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 342 376 332 (la « **Société** » ou « **Iliad** » et ensemble avec ses filiales directes ou indirectes, le « **Groupe** ») et dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment A du marché réglementé d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0004035913, mnémorique « **ILD** » (les « **Actions** »), d'acquérir en numéraire la totalité des Actions de la Société (sous réserve des exceptions ci-dessous), au prix unitaire de cent quatre-vingt-deux (182) euros (le « **Prix de l'Offre** »), dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée dont les conditions sont décrites de manière plus détaillée dans le projet de note d'information préparé par l'Initiateur et déposé auprès de l'AMF (le « **Projet de Note d'Information** ») et ci-après (l'« **Offre** »).

À la date du Projet de Note en Réponse, l'actionnaire majoritaire de la Société et fondateur du Groupe, Monsieur Xavier Niel (le « **Fondateur** »), détient, directement et indirectement par l'intermédiaire des sociétés qu'il contrôle², 44.885.963 Actions et 75.113.789 droits de vote de la Société, représentant 75,23% du capital et 81,65% des droits de vote de la Société³, dont 14.585.283 Actions et droits de vote de la Société représentant 24,44% du capital et 15,85% des droits de vote de la Société⁴ sont détenues à titre individuel par l'Initiateur.

L'Offre porte sur la totalité des Actions de la Société non détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur et les sociétés contrôlées par le Fondateur (à l'exception de 5.000 Actions qui ont vocation à être apportées à l'Offre par NJJ Market) :

¹ Société par actions simplifiée au capital de 3.328.613.876 euros, dont le siège social est situé 16 rue de la Ville L'Évêque, 75008 Paris, et immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 811 282 789 dont le capital est intégralement détenu par Monsieur Xavier Niel.

² (i) HoldCo, (ii) HoldCo II, (iii) NJJ Market, société par actions simplifiée à associé au capital de 10.000.000 euros, dont le siège social est situé 16 rue de la Ville L'Évêque, 75008 Paris, et immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 521 216 077 (« **NJJ Market** ») et (iv) Rock Investment, société par actions simplifiée au capital de 246.000.000 euros, dont le siège social est situé 16 rue de la Ville L'Évêque, 75008 Paris, et immatriculée au Registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 795 278 860 (« **Rock Investment** »).

³ Sur la base d'un capital composé de 59.668.124 actions représentant 91.999.150 droits de vote théoriques au 31 juillet 2021 conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

⁴ Sur la base d'un capital composé de 59.668.124 actions représentant 91.999.150 droits de vote théoriques au 31 juillet 2021 conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

- qui sont d'ores et déjà émises, à l'exception des Actions Exclues (tel que ce terme est défini ci-dessous), sous réserve des Actions Gratuites en Période d'Acquisition, lesquelles ne sont pas émises à la date du présent Projet de Note en Réponse, soit, à la date du Projet de Note en Réponse, un maximum de 13.575.096 Actions de la Société ; et
- qui seraient susceptibles d'être émises ou remises avant la date estimée de clôture de l'Offre à raison de l'exercice des Options, soit, à la date du Projet de Note en Réponse, un maximum de 107.028 Actions⁵,

soit, à la date du Projet de Note en Réponse, un nombre maximal d'Actions visées par l'Offre égal à 13.682.124.

Il est précisé que l'Offre ne porte pas sur :

- les Actions auto-détenues par la Société, soit, à la date du Projet de Note en Réponse, 1.169.259 Actions ;
- les Actions Gratuites en Période d'Acquisition et les Actions Gratuites soumises à une Obligation de Conservation Additionnelle, soit, à la date du Projet de Note en Réponse, un maximum de 734.560 Actions. La situation des bénéficiaires d'Actions Gratuites dans le cadre de l'Offre est décrite à la section 1.2.5 du Projet de Note en Réponse ;
- les Actions Bloquées en PEG et PEGI dont la période d'indisponibilité minimum de cinq ans au titre du PEG ou PEGI, le cas échéant, n'arrive à échéance que postérieurement à la date estimée de clôture de l'Offre, soit, à la date du Projet de Note en Réponse, 40.716 Actions. La situation des bénéficiaires d'Actions Bloquées en PEG et PEGI dans le cadre de l'Offre est décrite à la section 1.2.7 du Projet de Note en Réponse

(ensemble, les « **Actions Exclues** »).

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

L'Offre, sera réalisée selon la procédure simplifiée conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF. La durée de l'Offre sera de douze (12) jours de négociation.

L'Initiateur a l'intention de mettre en œuvre la procédure de retrait obligatoire visant les Actions non apportées à l'Offre, à l'issue de l'Offre, si les conditions requises sont remplies, en application des articles L. 433-4, II du Code monétaire et financier et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

L'Initiateur s'est réservé la faculté, à compter du dépôt du Projet de Note d'Information auprès de l'AMF, et jusqu'à l'ouverture de l'Offre, d'acquérir des Actions, dans les limites visées à l'article 231-38 IV du

⁵ Etant précisé que, depuis le dépôt du Projet de Note d'Information, à la date du présent Projet de Note en Réponse, 57.766 Options ont été exercées.

règlement général de l'AMF. A la date du présent Projet de Note en Réponse, l'Initiateur a fait l'acquisition de 3.273.111 Actions sur le marché au Prix de l'Offre⁶.

En application des dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, BNP Paribas, Crédit Agricole Corporate and Investment Bank (« **Crédit Agricole CIB** ») et Société Générale (ensemble les « **Banques Présentatrices** »), agissant pour le compte de l'Initiateur en qualité d'établissements présentateurs, ont déposé auprès de l'AMF le 30 juillet 2021 le projet d'Offre et le Projet de Note d'Information.

BNP Paribas, Crédit Agricole CIB et Société Générale, en qualité d'établissements garants, garantissent la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF.

1.1. Contexte et motifs de l'Offre

Inventeur de la 1^{ère} box triple-play au monde, le Groupe Iliad, créé au début des années 90, est aujourd'hui un acteur majeur des télécommunications en Europe qui se distingue par ses offres innovantes, simples et attractives. Maison-mère de Free en France, d'Iliad en Italie et de Play en Pologne, le Groupe compte près de 15.000 collaborateurs au service de 42,7 millions d'abonnés et a généré un chiffre d'affaires de 5,9 milliards d'euros en 2020. En France, le Groupe est un opérateur intégré fixe et mobile très haut débit qui comptait, à fin mars 2021, plus de 20 millions d'abonnés particuliers (13,4 millions d'abonnés mobiles et 6,8 millions d'abonnés fixes). Le 23 mars 2021, le Groupe Iliad a lancé en France son activité dédiée aux entreprises sous la marque Free Pro. En Italie, où il s'est lancé en 2018 sous la marque Iliad, le Groupe est devenu le 4^{ème} opérateur mobile du pays et comptait à fin mars 2021 plus de 7,5 millions d'abonnés. Avec l'acquisition, en novembre 2020, de l'opérateur mobile polonais Play, le Groupe Iliad est devenu le 6^{ème} opérateur mobile en Europe en nombre d'abonnés (hors M2M).

HoldCo II est une société holding contrôlée à plus de 95% par HoldCo⁷ dont le Fondateur détient l'intégralité du capital. La société a pour objet l'acquisition, la détention, la gestion, la cession et / ou la prise de participation dans le capital social et les droits de vote de sociétés françaises et étrangères, mais également l'apport de toute assistance utile aux sociétés et autres personnes morales dans lesquelles elle détient des participations.

Il est rappelé qu'une offre publique de rachat portant sur environ 20% du capital de la Société a été réalisée au prix 120 euros par action par la Société en janvier 2020⁸ et a été financée par une augmentation du capital de la Société concomitante, au terme de laquelle le Fondateur a renforcé sa participation dans la Société à hauteur d'environ 72% du capital et 70% des droits de vote théorique de la Société. Cette opération avait été initiée par la Société afin de permettre aux actionnaires minoritaires de bénéficier d'une opportunité de liquidité sur leurs actions avec une prime significative par rapport au cours de bourse.

La Société a initié depuis 2018 un nouveau cycle de croissance à long terme en France et à l'international (Italie, Irlande et plus récemment Pologne) qui requiert de renforcer très significativement les

⁶ En ce compris 500.000 Actions qui ont été cédées par Rock Investment à l'Initiateur.

⁷ Le solde du capital d'HoldCo II est détenu par des dirigeants du Groupe.

⁸ Document AMF n° 220C0209 du 16 janvier 2020.

investissements organiques indispensables à la poursuite de son développement dans les technologies d'avenir (5G et fibre optique notamment).

Cette stratégie d'investissements et d'expansion internationale s'est accélérée depuis 12 mois, entraînant une volatilité importante du cours de l'action en raison d'un décalage important entre les attentes à court terme du marché financier et les besoins du Groupe pour la mise en œuvre de ses objectifs stratégiques à moyen et long terme.

L'Offre s'inscrit dans la volonté partagée entre le Fondateur et la Société de permettre au Groupe Iliad, à ses dirigeants et à ses équipes, de se concentrer sereinement sur ses ambitions de développement en Europe et d'amélioration de la qualité de ses services.

Ainsi, l'Initiateur a l'intention de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire de la Société à l'issue de la présente Offre, dans l'hypothèse où les actionnaires minoritaires représenteraient moins de 10% du capital et des droits de vote de la Société à l'issue de l'Offre.

1.2. Termes de l'Offre

1.2.1. Principaux termes de l'Offre

En application des dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, les Banques Présentatrices, agissant pour le compte de l'Initiateur en qualité d'établissements présentateurs, ont déposé le 30 juillet 2021 auprès de l'AMF le projet d'Offre sous la forme d'une offre publique d'achat simplifiée portant sur la totalité des Actions non encore détenues à ce jour, directement ou indirectement, par l'Initiateur et les sociétés contrôlées par le Fondateur (à l'exception de 5.000 Actions qui ont vocation à être apportées à l'Offre par NJJ Market). Un avis de dépôt a été publié par l'AMF sur son site Internet (www.amf-france.org) le 30 juillet 2021.

Dans le cadre de l'Offre, laquelle sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur s'engage irrévocablement auprès des actionnaires de la Société à acquérir, au prix de 182 euros par Action, l'intégralité des Actions qui seront apportées à l'Offre pendant la durée de l'Offre.

L'Offre sera ouverte pendant une période de douze (12) jours de négociation.

L'attention des actionnaires de la Société est attirée sur le fait que l'Offre étant réalisée selon la procédure simplifiée, conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF, elle ne sera pas ré-ouverte à la suite de la publication du résultat définitif de l'Offre.

BNP Paribas, Crédit Agricole CIB et Société Générale, en qualité d'établissements garants, garantissent la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF.

1.2.2. Modalités de l'Offre

Conformément à l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, les Banques Présentatrices, agissant pour le compte de l'Initiateur, ont déposé le projet d'Offre et le Projet de Note d'Information auprès de l'AMF le 30 juillet 2021. L'AMF a publié le même jour un avis de dépôt relatif au Projet de Note d'Information sur son site Internet (www.amf-france.org). La Société a déposé le présent Projet de Note en Réponse auprès de l'AMF le 26 août 2021. Un avis de dépôt sera publié par l'AMF sur son site internet (www.amf-france.org).

Conformément aux dispositions de l'article 231-26 du règlement général de l'AMF, un communiqué de presse comportant les principaux éléments du Projet de Note en Réponse et précisant les modalités de sa mise à disposition sera diffusé par la Société le 26 août 2021.

Le projet d'Offre, le Projet de Note d'Information et le Projet de Note en Réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.

L'AMF publiera sur son site Internet une déclaration de conformité motivée relative au projet d'Offre après s'être assurée de la conformité du projet d'Offre aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables. Cette déclaration de conformité emportera visa par l'AMF de la note en réponse de la Société.

La note en réponse ayant ainsi reçu le visa de l'AMF ainsi que le document contenant les « Autres Informations » relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront, conformément aux dispositions des articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF, tenus gratuitement à la disposition du public, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre, au siège social de la Société. Ces documents seront également mis en ligne sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de la Société (www.iliad.fr/).

Conformément aux articles 231-27 et 231-28 du règlement général de l'AMF, un communiqué de presse précisant les modalités de mise à disposition de ces documents par la Société sera publié au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre et sera mis en ligne sur le site de la Société.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture et de calendrier, et Euronext Paris publiera un avis annonçant les modalités et le calendrier de l'Offre.

1.2.3. Ajustement des termes de l'Offre

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

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

1.2.4. Nombre et nature des titres visés par l'Offre

À la date du Projet de Note en Réponse, le Fondateur détient, directement et indirectement par l'intermédiaire des sociétés qu'il contrôle⁹, 44.885.963 Actions et 75.113.789 droits de vote de la Société,

⁹ (i) HoldCo, (ii) HoldCo II, (iii) NJJ Market et (iv) Rock Investment.

représentant 75,23% du capital et 81,65% des droits de vote de la Société¹⁰, dont 14.585.283 Actions et droits de vote de la Société représentant 24,44% du capital et 15,85% des droits de vote de la Société¹¹ sont détenues à titre individuel par l'Initiateur.

L'Offre porte sur la totalité des Actions de la Société non détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur et les sociétés contrôlées par le Fondateur (à l'exception de 5.000 Actions qui ont vocation à être apportées à l'Offre par NJJ Market) :

- qui sont d'ores et déjà émises, à l'exception des Actions Exclues (tel que ce terme est défini ci-dessous), sous réserve des Actions Gratuites en Période d'Acquisition, lesquelles ne sont pas émises à la date du présent Projet de Note en Réponse, soit, à la date du Projet de Note en Réponse, un maximum de 13.575.096 Actions de la Société ; et
- qui seraient susceptibles d'être émises ou remises avant la date estimée de clôture de l'Offre à raison de l'exercice des Options, soit, à la date du Projet de Note en Réponse, un maximum de 107.028 Actions¹²,

soit, à la date du Projet de Note en Réponse, un nombre maximal d'Actions visées par l'Offre égal à 13.682.124.

Il est précisé que l'Offre ne porte pas sur les Actions Exclues, à savoir :

- les Actions auto-détenues par la Société, soit, à la date du Projet de Note en Réponse, 1.169.259 Actions ;
- les Actions Gratuites en Période d'Acquisition et les Actions Gratuites soumises à une Obligation de Conservation Additionnelle, soit, à la date du Projet de Note en Réponse, un maximum de 734.560 Actions. La situation des bénéficiaires d'Actions Gratuites dans le cadre de l'Offre est décrite à la section 1.2.5 du Projet de Note en Réponse ; et
- les Actions Bloquées en PEG et PEGI dont la période d'indisponibilité minimum de cinq ans au titre du PEG ou du PEGI, le cas échéant, n'arrive à échéance que postérieurement à la date estimée de clôture de l'Offre, soit, à la date du Projet de Note en Réponse, 40.716 Actions. La situation des bénéficiaires d'Actions Bloquées en PEG et PEGI dans le cadre de l'Offre est décrite à la section 1.2.7 du Projet de Note en Réponse.

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

¹⁰ Sur la base d'un capital composé de 59.668.124 actions représentant 91.999.150 droits de vote théoriques au 31 juillet 2021 conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

¹¹ Sur la base d'un capital composé de 59.668.124 actions représentant 91.999.150 droits de vote théoriques au 31 juillet 2021 conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

¹² Etant précisé que, depuis le dépôt du Projet de Note d'Information, à la date du présent Projet de Note en Réponse, 57.766 Options ont été exercées.

1.2.5. Situation des bénéficiaires d'Actions Gratuites

À la date du Projet de Note en Réponse, la Société a mis en place plusieurs plans (les « **Plans** ») d'attribution d'actions gratuites au profit de certains salariés et/ou mandataires sociaux de la Société et de son Groupe (les « **Actions Gratuites** »).

Le tableau ci-dessous résume les principales caractéristiques des Plans d'Actions Gratuites en cours à la date du Projet de Note en Réponse.

Plans		Plan n°1	Plan n°2	Plan n°3	Plan n°3 bis	Plan n°4
Date de l'assemblée générale		19 mai 2016	16 mai 2018	16 mai 2018		21 juillet 2020
Date du conseil d'administration / Date d'attribution		30 août 2017	10 décembre 2018	22 novembre 2019		9 décembre 2020
Nombre total d'actions attribuées gratuitement		293.360	303.852	282.550		97.020
Date d'acquisition définitive	Tranche 1	30 octobre 2020	30 septembre 2021	30 novembre 2021		9 décembre 2022
	Tranche 2	30 octobre 2021	30 septembre 2022	30 novembre 2022		30 novembre 2023
	Tranche 3	30 octobre 2022	30 septembre 2023	30 novembre 2023		30 novembre 2024
	Tranche 4	30 octobre 2023	30 septembre 2024	N/A		N/A
Conditions de performance		✓	✓	✓	✗	✗
Conditions de présence		✓				
Nombre d'actions acquises par tranche	Tranche 1	40% du nombre total d'AGA	25% du nombre total d'AGA	30% du nombre total d'AGA		30% du nombre total d'AGA
	Tranche 2	10% du nombre total d'AGA	25% du nombre total d'AGA	40% du nombre total d'AGA		40% du nombre total d'AGA
	Tranche 3	10% du nombre total d'AGA	25% du nombre total d'AGA	30% du nombre total d'AGA		30% du nombre total d'AGA
	Tranche 4	40% du nombre total d'AGA	25% du nombre total d'AGA	N/A		N/A

Nombre d'actions acquises au 30 juin 2021	117.344 au titre de la Tranche 1	0	0	0
Nombre de droits radiés au 30 juin 2021	14.148	63.896	16.950	1.980
Période de conservation	N/A			
Engagement de conservation des mandataires sociaux	✓ à hauteur de 10% des Actions Gratuites de chaque Tranche			
Nombre d'actions pouvant être acquises restantes au 30 juin 2021	161.868 ¹³	209.962 ¹⁴	265.600 ¹⁵	95.040

Parmi ces Actions Gratuites, à la date du Projet de Note en Réponse, un maximum de 849.814¹⁶ Actions acquises ou susceptibles d'être acquises au titre des Plans d'Actions Gratuites sont indisponibles et le demeureront jusqu'à la date estimée de clôture de l'Offre (les « **Actions Gratuites Indisponibles** »), lesquelles seront, sous réserve des cas de levée des indisponibilités prévus par les dispositions législatives ou réglementaires applicables (tels que le décès ou l'invalidité du bénéficiaire) :

- (i) pour un nombre maximum de 732.470¹⁷ d'entre elles, des Actions Gratuites dont la période d'acquisition n'aura pas expiré avant la date estimée de clôture de l'Offre et qui ne sont par conséquent pas visées par l'Offre (les « **Actions Gratuites en Période d'Acquisition** ») ;
- (ii) pour un nombre maximum de 2.090 d'entre elles, des Actions indisponibles à raison des dispositions de l'article L. 225-197-1, II du Code de commerce en application desquelles le conseil d'administration d'Iliad a imposé aux mandataires sociaux d'Iliad une obligation de conservation de leurs Actions jusqu'à la cessation de leurs fonctions (les « **Obligations de Conservation Additionnelle** ») ; et

¹³ Ce nombre tient compte de l'atteinte des conditions de performance pour les Actions Gratuites de la Tranche 2.

¹⁴ Ce nombre a été ajusté afin de tenir compte de la non-atteinte de certaines conditions de performance pour les Actions Gratuites de la Tranche 1.

¹⁵ Ce nombre tient compte de l'atteinte des conditions de performance pour les Actions Gratuites de la Tranche 1.

¹⁶ Ce nombre a été ajusté afin de tenir compte de la non-atteinte de certaines conditions de performance pour les Actions Gratuites de la Tranche 1.

¹⁷ Ce nombre a été ajusté afin de tenir compte de la non-atteinte de certaines conditions de performance pour les Actions Gratuites de la Tranche 1.

- (iii) pour un nombre maximum de 117.344¹⁸ d'entre elles, des Actions indisponibles dans l'attente de l'expiration d'un délai de détention fiscale (délai prévu au a) du A du 1^{er} de l'article 150-0 D du Code Général des Impôts (« **CGI** ») pour les Actions éligibles au bénéfice des dispositions du 3 de l'article 200 A du CGI, dans sa rédaction issue de l'article 135 de la loi n°2015-990 du 6 août 2015 pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques) (l'« **Obligation de Conservation Fiscale** »).

Ainsi, à la date du Projet de Note en Réponse, et sous réserve des cas d'acquisition et de cessibilité anticipés prévus par la loi, les Actions Gratuites en Période d'Acquisition et celles soumises à une Obligation de Conservation Additionnelle ne pourront pas être apportées à l'Offre, dans la mesure où les périodes d'acquisition des Actions Gratuites ou les Obligations de Conservation Additionnelle, le cas échéant, n'auront pas expiré avant la date estimée de clôture de l'Offre.

Les Actions Gratuites Indisponibles seront couvertes par le mécanisme de liquidité décrit à la section 6.3 du Projet de Note en Réponse sous réserve de la signature d'un Contrat de Liquidité par les titulaires des Actions Gratuites Indisponibles.

Il est précisé que 29.994 Actions Gratuites susceptibles d'être acquises au titre de la Tranche 1 du Plan 2¹⁹ seront définitivement acquises le 30 septembre 2021, et, par conséquent, sur la base du calendrier indicatif présenté à la section 1.4 du Projet de Note en Réponse prévoyant une date de clôture de l'Offre intervenant le 24 septembre 2021, ces Actions Gratuites ne pourront être apportées à l'Offre. Il est précisé qu'en cas de mise en œuvre du retrait obligatoire, ces Actions Gratuites seront visées par ledit retrait obligatoire, à l'exception de 789 Actions Gratuites qui seront soumises à une Obligation de Conservation Additionnelle²⁰ sous réserve de la conclusion d'un Contrat de Liquidité par le bénéficiaire ou détenteur concerné.

Il est également précisé que, 26.978 Actions Gratuites susceptibles d'être acquises au titre de la Tranche 2 du Plan 1²¹ seront définitivement acquises le 30 octobre 2021, et, par conséquent, sur la base du calendrier indicatif présenté à la section 1.4 du Projet de Note en Réponse prévoyant une date de clôture de l'Offre intervenant le 24 septembre 2021, ces Actions Gratuites ne pourront être apportées à l'Offre. Il est précisé qu'en cas de mise en œuvre du retrait obligatoire, ces Actions Gratuites seront visées par ledit retrait obligatoire sous réserve de la conclusion d'un Contrat de Liquidité par le bénéficiaire ou détenteur concerné.

1.2.6. Situation des titulaires d'Options

À la date du Projet de Note en Réponse, la Société a mis en place un plan d'options de souscription d'actions au profit de certains salariés de la Société et de son Groupe (les « **Options** ») dont les principales caractéristiques sont résumées dans le tableau ci-après, en vertu de décisions du conseil d'administration en date du 7 novembre 2011 (le « **Plan d'Options** »).

¹⁸ Ce nombre inclut les 2.090 Actions Gratuites soumises à une Obligation de Conservation Additionnelle à la date du Projet de Note d'Information.

¹⁹ Le nombre d'Actions Gratuites susceptibles d'être acquises au titre de la Tranche 1 du Plan 2 a été ajusté afin de tenir compte de la non-atteinte de certaines conditions de performance.

²⁰ Ce nombre a été ajusté afin de tenir compte de la non-atteinte de certaines conditions de performance.

²¹ Le nombre d'Actions Gratuites susceptibles d'être acquises au titre de la Tranche 2 du Plan 1 tient compte de l'atteinte des conditions de performance.

Il est précisé que l'intégralité des Options attribuées dans le cadre du Plan d'Options, qui n'ont pas encore été exercées ou ne sont pas caduques à la date du Projet de Note en Réponse, sont exerçables par leurs titulaires à la date du Projet de Note en Réponse.

Les bénéficiaires d'Options désirant apporter à l'Offre les Actions auxquelles ces Options donnent droit devront les avoir exercées suffisamment à l'avance pour que les Actions issues de l'exercice de ces Options puissent être apportées à l'Offre au plus tard à sa date de clôture.

Ces Options deviendront caduques si elles ne sont pas exercées au plus tard le 6 novembre 2021.

Le nombre maximum d'Actions susceptibles d'être émises en cas d'exercice des Options et susceptibles d'être apportées à l'Offre est de 107.028 Actions. L'Offre vise la totalité des 107.028 Actions susceptibles d'être émises au résultat de l'exercice des Options, étant précisé que, depuis le dépôt du Projet de Note d'Information, à la date du présent Projet de Note en Réponse, 57.766 Options ont été exercées.

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

Plan	Plan du 7 novembre 2011
Date de l'assemblée générale	24 mai 2011
Date d'attribution	7 novembre 2011
Date d'expiration	6 novembre 2021
Prix de souscription	79,91 €
Condition de présence	✓
Nombre maximum d'Actions pouvant être émises à raison de l'exercice des Options	107.028

1.2.7. Situation des titulaires d'Actions Bloquées en PEG et PEGI

À la date du Projet de Note en Réponse :

- 34.388 Actions sont détenues par les salariés du Groupe de l'Initiateur directement au sein du plan d'épargne groupe (« **PEG** ») et dont le délai d'indisponibilité minimum de cinq ans prévu par l'article L. 3332-25 du Code du travail n'aura pas expiré à la date estimée de clôture de l'Offre ; et
- 6.328 Actions sont détenues par les salariés du Groupe de l'Initiateur directement au sein du plan d'épargne groupe international (« **PEGI** ») et dont le délai d'indisponibilité minimum de cinq ans n'aura pas expiré à la date estimée de clôture de l'Offre

(les « **Actions Bloquées en PEG et PEGI** », ensemble avec les Actions Gratuites Indisponibles les « **Actions Indisponibles** »).

Les salariés titulaires d'Actions Bloquées en PEG et PEGI dont la période d'indisponibilité n'arrive à échéance que postérieurement à la date estimée de clôture de l'Offre bénéficieront du mécanisme de liquidité prévu à la section 6.3 du Projet de Note en Réponse.

1.2.8. Intentions en matière de retrait obligatoire

Le Projet de Note d'Information indique qu'en application des articles L. 433-4 II du Code monétaire et financier et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF, dans un délai de trois (3) mois à compter de la clôture de l'Offre, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire visant les Actions, si le nombre d'Actions non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de la Société (autres que les actions auto-détenues et les Actions Indisponibles faisant l'objet du mécanisme de liquidité décrit à la section 6.3 du Projet de Note en Réponse et qui sont assimilées en application de l'article L. 233-9 I, 4° du Code de commerce aux actions détenues par l'Initiateur) ne représentent pas, à l'issue de l'Offre, plus de 10 % du capital et des droits de vote de la Société.

Dans un tel cas, le retrait obligatoire porterait sur les Actions autres que celles détenues par l'Initiateur et les autres sociétés contrôlées par le Fondateur ou assimilées à celles-ci (en ce compris notamment les Actions Indisponibles faisant l'objet du mécanisme de liquidité décrit à la section 6.3 du Projet de Note en Réponse), à l'exception des Actions auto-détenues par la Société. Il serait effectué moyennant une indemnisation des actionnaires concernés au Prix de l'Offre. La mise en œuvre de cette procédure entraînera la radiation des Actions du marché réglementé d'Euronext Paris.

Dans l'hypothèse où l'Initiateur ne serait pas en mesure, à l'issue de l'Offre, de mettre en œuvre un retrait obligatoire, il envisage la possibilité de déposer, dans le cadre de la réglementation applicable, un projet d'offre publique suivie, le cas échéant, d'un retrait obligatoire visant les Actions qu'il ne détiendrait pas, directement ou indirectement, seul ou de concert à cette date.

1.3. Procédure d'apport à l'Offre

Le Projet de Note d'Information indique que les Actions apportées à l'Offre devront être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement, ou toute autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit restreignant le libre transfert de leur propriété. L'Initiateur se réserve le droit d'écarter toute Action apportée à l'Offre qui ne répondrait pas à cette condition.

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

L'Offre sera ouverte pendant une période de douze (12) jours de négociation. L'attention des actionnaires de la Société est attirée sur le fait que l'Offre étant réalisée selon la procédure simplifiée, conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF, elle ne sera pas ré-ouverte à la suite de la publication du résultat définitif de l'Offre.

Les Actions détenues sous forme nominative devront être converties au porteur pour pouvoir être apportées à l'Offre. Par conséquent, les actionnaires dont les Actions sont inscrites au nominatif et qui souhaitent les apporter à l'Offre devront demander dans les meilleurs délais la conversion au porteur de leurs Actions afin de les apporter à l'Offre. Il est précisé que la conversion au porteur d'Actions inscrites au nominatif entraînera la perte pour ces actionnaires des avantages liés à la détention de ces Actions sous la forme nominative.

Les actionnaires dont les Actions sont inscrites sur un compte géré par un intermédiaire financier et qui souhaitent apporter leurs Actions à l'Offre devront remettre à l'intermédiaire financier dépositaire de leurs Actions un ordre d'apport ou de vente irrévocable au Prix de l'Offre des Actions, en utilisant le modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire en temps utile afin que leur ordre puisse être exécuté et au plus tard le jour de la clôture de l'Offre, en précisant s'ils optent soit pour la cession de leurs Actions directement sur le marché, soit pour l'apport de leurs Actions dans le cadre de l'Offre semi-centralisée par Euronext Paris afin de bénéficier de la prise en charge des frais de courtage par l'Initiateur dans les conditions décrites à la section 2.10 du Projet de Note d'Information. Les actionnaires qui apporteront leurs Actions à l'Offre devront se rapprocher de leurs intermédiaires financiers respectifs afin de se renseigner sur les éventuelles contraintes de chacun de ces intermédiaires ainsi que sur leurs procédures propres de prise en compte des ordres de vente afin d'être en mesure d'apporter leurs Actions à l'Offre selon les modalités décrites aux sections ci-dessous.

Procédure d'apport à l'Offre sur le marché :

Les actionnaires de la Société souhaitant apporter leurs Actions à l'Offre au travers de la procédure de cession sur le marché devront remettre leur ordre de vente au plus tard le dernier jour de l'Offre et le règlement-livraison sera effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres, deux (2) jours de négociation après chaque exécution des ordres, étant précisé que les frais de négociation (y compris les frais de courtage et TVA afférents) resteront à la charge de l'actionnaire vendeur sur le marché.

Exane BNP Paribas, prestataire de services d'investissement habilité en tant que membre du marché dans le cadre de l'Offre, se portera acquéreur, pour le compte de l'Initiateur, des Actions qui seront cédées sur le marché, conformément à la réglementation applicable.

Procédure d'apport à l'Offre semi-centralisée :

Les actionnaires de la Société souhaitant apporter leurs Actions dans le cadre de l'Offre semi-centralisée par Euronext Paris, devront remettre leur ordre d'apport au plus tard le dernier jour de l'Offre (sous réserve des délais spécifiques à certains intermédiaires financiers). Le règlement-livraison interviendra alors après l'achèvement des opérations de semi-centralisation.

Dans ce cadre, l'Initiateur prendra à sa charge les frais de courtage et la TVA afférente payés par les porteurs d'Actions ayant apporté leurs Actions à l'Offre semi-centralisée, dans la limite de 0,3% (hors taxe) du montant des Actions apportées à l'Offre avec un maximum de 150 euros par dossier (incluant la TVA), étant précisé que les conditions de cette prise en charge sont décrites à la section 2.10 du Projet de Note d'Information.

Euronext Paris versera directement aux intermédiaires financiers les montants dus au titre du remboursement des frais mentionnés ci-dessous et ce à compter de la date de règlement livraison de la semi-centralisation.

1.4. Calendrier indicatif de l'Offre

Préalablement à l'ouverture de l'Offre, l'AMF publiera un avis d'ouverture et de calendrier, et Euronext Paris publiera un avis annonçant les modalités et l'ouverture de l'Offre.

Un calendrier indicatif est proposé ci-dessous :

Dates	Principales étapes de l'Offre
30 juillet 2021	- Dépôt du projet d'Offre et du Projet de Note d'Information de l'Initiateur auprès de l'AMF. - Mise à disposition du public aux sièges de l'Initiateur et des Banques Présentatrices et mise en ligne sur les sites Internet de la Société (www.iliad.fr/) et de l'AMF (www.amf-france.org) du Projet de Note d'Information. - Diffusion du communiqué de dépôt et de mise à disposition du Projet de Note d'Information.
26 août 2021	- Dépôt du Projet de Note en Réponse de la Société auprès de l'AMF, comprenant l'avis motivé du conseil d'administration de la Société et le rapport de l'Expert Indépendant. - Mise à disposition du public au siège de la Société et mise en ligne sur les sites Internet de la Société (www.iliad.fr/) et de l'AMF (www.amf-france.org) du Projet de Note en Réponse de la Société. - Diffusion du communiqué de dépôt et de mise à disposition du Projet de Note en Réponse de la Société.
8 septembre 2021	- Publication de la déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa de la note d'information de l'Initiateur et de la note en réponse de la Société. - Mise à disposition du public aux sièges de l'Initiateur et des Banques Présentatrices et mise en ligne sur les sites Internet de la Société (https://www.iliad.fr/) et de l'AMF (www.amf-france.org) de la note d'information visée. - Mise à disposition du public au siège de la Société et mise en ligne sur les sites Internet de la Société (https://www.iliad.fr/) et de l'AMF (www.amf-france.org) de la note en réponse visée.
8 septembre 2021	- Mise à disposition du public aux sièges de l'Initiateur et des Banques Présentatrices et mise en ligne sur les sites Internet de la Société (https://www.iliad.fr/) et de l'AMF (www.amf-france.org) des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur. - Diffusion par l'Initiateur du communiqué de mise à disposition de la note d'information visée et des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur.

Dates	Principales étapes de l'Offre
	- Mise à disposition du public au siège de la Société et mise en ligne sur les sites Internet de la Société (https://www.iliad.fr/) et de l'AMF (www.amf-france.org) des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société. - Diffusion par la Société du communiqué de mise à disposition de la note en réponse visée et des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société.
9 septembre 2021	- Ouverture de l'Offre.
24 septembre 2021	- Clôture de l'Offre.
28 septembre 2021	- Publication de l'avis de résultat de l'Offre par l'AMF.
4 octobre 2021	- Règlement-livraison de l'Offre semi-centralisée.
Dans un bref délai à compter de la clôture de l'Offre	- Le cas échéant, mise en œuvre du retrait obligatoire et radiation des Actions d'Euronext Paris, si les conditions sont réunies.

1.5. Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

La section 2.11 du Projet de Note d'Information indique que :

- L'Offre n'a fait l'objet d'aucune demande d'enregistrement ou demande de visa auprès d'une autorité de contrôle des marchés financiers autre que l'AMF et aucune démarche ne sera effectuée en ce sens.
- La diffusion du Projet de Note d'Information, l'Offre, l'acceptation de l'Offre, ainsi que la livraison des Actions peuvent, dans certains pays, faire l'objet d'une réglementation spécifique ou de restrictions. L'Offre ne s'adresse pas aux personnes soumises à de telles restrictions, ni directement, ni indirectement, et n'est pas susceptible de faire l'objet d'une quelconque acceptation à partir d'un pays où l'Offre fait l'objet de restrictions. En conséquence, les personnes venant à entrer en possession du Projet de Note d'Information ou de tout autre document relatif à l'Offre doivent se tenir informées des restrictions légales ou réglementaires applicables et les respecter. Le non-respect de ces restrictions est susceptible de constituer une violation des lois et règlements applicables en matière boursière dans certains pays.
- Le Projet de Note d'Information et tout autre document relatif à l'Offre ne constituent pas une offre en vue de vendre, d'échanger ou d'acquérir des titres financiers ou une sollicitation en vue d'une telle offre dans un quelconque pays où ce type d'offre ou de sollicitation serait illégale ou à l'adresse de quelqu'un envers qui une telle offre ne pourrait être valablement faite ou requerrait la publication d'un prospectus ou l'accomplissement de toute autre formalité en application du droit

financier local. Les actionnaires de la Société situés ailleurs qu'en France ne peuvent participer à l'Offre que dans la mesure où une telle participation est autorisée par le droit local auquel ils sont soumis, sans qu'aucune formalité ou publicité ne soit requise de la part de l'Initiateur.

Les restrictions concernant l'Offre à l'étranger décrites à la section 2.11 du Projet de Note d'Information s'appliquent au Projet de Note en Réponse.

La Société décline toute responsabilité en cas de violation par toute personne située hors de France des restrictions légales ou réglementaires étrangères qui lui sont applicables.

États-Unis d'Amérique

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

Ni le Projet de Note d'Information, ni le Projet de Note en Réponse ne constituent ni une offre d'achat ou de vente ni une sollicitation d'un ordre d'achat ou de vente de valeurs mobilières aux États-Unis et n'ont pas été soumis à la *Securities and Exchange Commission* des États-Unis.

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

2. AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ

Le conseil d'administration de la Société est actuellement composé des membres suivants :

- M. Xavier Niel (président du conseil d'administration) ;
- M. Maxime Lombardini (vice-président du conseil d'administration) ;
- M. Thomas Reynaud (directeur général et administrateur) ;

- M. Cyril Poidatz ;
- Mme Virginie Calmels ;
- Mme Bertille Burel* ;
- M. Jacques Veyrat* ;
- Mme Céline Lazorthes* ;
- Mme Esther Gaide* ;
- M. Ilan Dahan (administrateur représentant les salariés) ; et
- M. Saad Boudjadi (administrateur représentant les salariés).

** Administrateurs indépendants*

Conformément aux dispositions de l'article 261-1, III du règlement général de l'AMF, le conseil d'administration, lors de la séance en date du 28 juin 2021, a décidé de constituer un comité *ad hoc*, composé des administrateurs suivants :

- Madame Virginie Calmels, administratrice ;
- Madame Céline Lazorthes, administratrice indépendante ;
- Monsieur Jacques Veyrat, administrateur indépendant ; et
- Madame Esther Gaide, administratrice indépendante,

soit constitué d'une majorité de d'administrateurs indépendants, avec pour missions (i) de formuler une recommandation au conseil d'administration de la Société sur le choix de l'expert indépendant, (ii) d'assurer la supervision de ses travaux et (iii) de préparer le projet d'avis motivé du conseil d'administration de la Société sur le projet d'Offre conformément aux dispositions de l'article 261-1, III du Règlement Général de l'AMF.

Le 5 juillet 2021, le conseil d'administration de la Société, sur recommandation du comité *ad hoc*, a nommé le cabinet BM&A Advisory & Support, représenté par Monsieur Pierre Beal, en qualité d'Expert Indépendant dans le cadre du projet d'Offre conformément à l'article 261-1, I, 1°, 2° et 4°, et II, du règlement général de l'AMF, afin de préparer un rapport incluant une attestation d'équité sur les conditions financières de l'Offre, en ce compris le retrait obligatoire.

Le 29 juillet 2021, le conseil d'administration de la Société a décidé, sur recommandation du comité *ad hoc*, d'accueillir favorablement le projet d'Offre.

Le Projet de Note d'Information déposé par l'Initiateur auprès de l'AMF le 30 juillet 2021 contient notamment le contexte et les motifs de l'Offre, les intentions de l'Initiateur, les caractéristiques de l'Offre et les éléments d'appréciation du Prix de l'Offre.

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, les administrateurs de la Société se sont réunis le 25 août 2021, sous la présidence de Monsieur Xavier Niel, président du conseil d'administration, à l'effet d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt et les

conséquences du projet d'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés. L'ensemble des membres du conseil d'administration était présent physiquement ou par visioconférence.

Préalablement à la réunion, les administrateurs ont eu connaissance :

- du Projet de Note d'Information déposé par l'Initiateur auprès de l'AMF le 30 juillet 2021, contenant notamment le contexte et les motifs de l'Offre, les intentions de l'Initiateur, les caractéristiques de l'Offre et les éléments d'appréciation du Prix de l'Offre ;
- du projet d'avis motivé préparé par le comité *ad hoc* conformément à l'article 261-1, III du règlement général de l'AMF ;
- du rapport du cabinet BM&A Advisory & Support, Expert Indépendant ; et
- du Projet de Note en Réponse de la Société, établi conformément à l'article 231-19 du règlement général de l'AMF.

Le conseil d'administration de la Société a ainsi rendu l'avis motivé suivant à l'unanimité des membres présents ou représentés, en ce compris les membres qui participent aux travaux du comité *ad hoc*, les autres membres du conseil d'administration de la Société adhérant à l'avis du comité *ad hoc*, étant précisé que Monsieur Xavier Niel, Monsieur Thomas Reynaud, Monsieur Cyril Poidatz et Monsieur Maxime Lombardini n'ont pas pris part au vote :

*« Il est rappelé qu'il appartient au Conseil d'administration, en application des dispositions de l'article 231-19, 4° du règlement général de l'AMF (« **RGAMF** »), d'émettre un avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et sur les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.*

*Conformément à l'article 261-1 du RGAMF, le Conseil d'administration, lors de sa délibération du 28 juin 2021, a constitué en son sein un Comité ad hoc (le « **Comité** ») composé des administrateurs suivants : Madame Céline Lazorthes (Présidente du Comité), Madame Virginie Calmels, Madame Esther Gaide et Monsieur Jacques Veyrat. Le Comité est chargé de superviser les travaux de l'expert indépendant et d'émettre une recommandation dans la perspective de l'avis motivé du Conseil d'administration.*

Madame Esther Gaide, Madame Céline Lazorthes et Monsieur Jacques Veyrat ayant la qualité d'administrateurs indépendants, le Comité est constitué conformément aux dispositions de l'article 261-1, III du RGAMF. Par ailleurs, Madame Virginie Calmels est sans lien avec l'Initiateur ou l'Offre de nature à créer un conflit d'intérêts.

Préalablement à la réunion de ce jour, ont été mis à la disposition des membres du Conseil d'administration les documents suivants:

- *le projet de note d'information déposé par l'Initiateur auprès de l'AMF le 30 juillet 2021 (le « **Projet de Note d'Information** »), contenant notamment les motifs de l'Offre, les intentions de l'Initiateur, les termes et modalités de l'Offre (dont un calendrier indicatif), ainsi que les éléments d'appréciation du prix de l'Offre ;*
- *le projet de note en réponse établi par la Société (le « **Projet de Note en Réponse** ») ;*
- *le rapport en date du 20 août 2021 du cabinet BM&A Advisory & Support, agissant en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** ») désigné en application des dispositions de l'article 261-1 du RGAMF et représenté par Monsieur Pierre BEAL, sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre, éventuellement suivie d'un retrait obligatoire ;*

- le projet d'avis motivé du Comité en date du 24 août 2021 sur l'intérêt que présente l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Le Conseil d'administration a ainsi rendu l'avis motivé suivant à l'unanimité de ses membres, (à l'exception de Messieurs Xavier Niel, Maxime Lombardini, Cyril Poidatz et Thomas Reynaud qui n'ont pas pris part au vote).

Résumé des diligences accomplies, conclusions de l'Expert Indépendant et recommandation du Comité

1) Processus et fondement de la désignation de l'Expert Indépendant

Il est rappelé que l'Offre requiert, en application des dispositions de l'article 261-1, I.- 1, 2, 4 et II du RGAMF, la désignation d'un expert indépendant, compte tenu du fait que (i) l'Initiateur détient déjà le contrôle de la Société au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce, (ii) certains dirigeants et salariés clés de la Société ont conclu des accords de réinvestissement avec l'Initiateur, (iii) des contrats de liquidité seront conclus entre les titulaires d'actions indisponibles et l'Initiateur et (iv) l'Initiateur envisage la mise en œuvre d'un retrait obligatoire.

Le Comité s'est réuni le 5 juillet 2021 et a procédé à une revue approfondie du profil de trois experts susceptibles d'être désignés en qualité d'Expert Indépendant en tenant compte notamment (i) de l'absence de lien présent ou passé avec la Société, (ii) de l'expérience récente des experts envisagés dans le cadre d'opérations similaires et (iii) plus généralement de la réputation professionnelle et des moyens humains et matériels de ces experts.

Les membres du Comité, après en avoir délibéré, ont décidé de proposer au Conseil d'administration la désignation du cabinet BM&A Advisory & Support, représenté par Monsieur Pierre BEAL, en qualité d'Expert Indépendant, conformément aux dispositions de l'article 261-1, I.- 1, 2, 4 et II du RGAMF et dans les conditions précisées à l'article 2 de l'instruction AMF 2006-08 relative à l'expertise indépendante. Le cabinet BM&A Advisory & Support, représenté par Monsieur Pierre BEAL, a en effet été identifié comme répondant aux critères d'indépendance et de compétence requis par la réglementation applicable, en particulier compte tenu de son niveau de qualifications et d'expérience. Le Comité ayant pris connaissance des différents dossiers sur lesquels le cabinet BM&A Advisory & Support était récemment intervenu, a en particulier constaté qu'il intervenait régulièrement sur ce type d'opérations et offrait toutes les garanties, tant en termes d'indépendance, de compétence et de moyens, pour exercer la mission d'expert indépendant dans le cadre de l'Offre.

Le Comité a par ailleurs relevé que cabinet BM&A Advisory & Support a développé une très bonne connaissance du groupe Iliad et des spécificités de son activité, dans le cadre d'une précédente mission d'évaluation de la Société, qui pourrait être mise à profit dans le cadre de l'Offre sans affecter son indépendance.

Le cabinet BM&A Advisory & Support, par l'intermédiaire de Monsieur Pierre BEAL, a fait savoir qu'il acceptait le principe de cette nomination en qualité d'Expert Indépendant, et qu'il ne faisait l'objet d'aucune incompatibilité de nature à l'empêcher d'exercer cette mission.

Le 6 juillet 2021, sur recommandation du Comité, le Conseil d'administration de la Société a décidé de nommer le cabinet BM&A Advisory & Support en qualité d'Expert Indépendant, afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre, devant se conclure par une attestation d'équité sur le fondement de l'article 261-1, I.- 1, 2, 4 et II du RGAMF.

2) Travaux du Comité et interactions avec l'Expert Indépendant

Les membres du Comité se sont notamment réunis :

- le 5 juillet 2021 dans le cadre de la désignation de l'Expert Indépendant ;
- le 12 juillet 2021 dans le cadre d'une présentation par la Société du plan d'affaires par pays établi par le management de la Société et couvrant la période 2021-2026 (le « **Plan d'Affaires** ») ;

- le 19 juillet 2021, en présence de l'Expert Indépendant, qui a présenté sa mission et la nature des travaux d'évaluation lui incombant ;
- le 23 juillet 2021, en présence de l'Expert Indépendant, afin de faire un point d'étape relatif aux travaux de l'Expert Indépendant dans le cadre de l'Offre. Ce dernier a présenté au Comité ses travaux préliminaires et décrit les méthodes et références retenues dans le cadre de ses travaux ;
- le 27 juillet 2021, en présence de leur conseil juridique, afin de faire un point d'étape sur l'Offre. Au cours de cette réunion, les membres du Comité ont échangé sur les termes et motifs de l'Offre ainsi que sur le calendrier envisagé ;
- le 28 juillet 2021, en présence de l'Expert Indépendant et de leur conseil juridique, afin de faire un point d'étape sur les travaux de l'Expert Indépendant. Le Comité a pris connaissance de données mises à jour ainsi que de diverses analyses complémentaires réalisées par l'Expert Indépendant. Lors de cette réunion, le Comité a pris acte qu'au stade de ses travaux, l'expert indépendant n'avait pas identifié d'éléments remettant en cause le caractère équitable de l'Offre.

Sur la base de ces éléments, les membres du Comité ont décidé à l'unanimité de recommander au Conseil d'administration de la Société du 29 juillet 2021 d'accueillir favorablement le projet d'Offre en notant que le Conseil d'administration -sur la base d'une recommandation qui sera émise par le Comité - ne se prononcera sur l'intérêt de l'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés et sur l'opportunité pour les actionnaires d'apporter leurs titres à l'Offre qu'après réception du rapport de l'Expert Indépendant, qui ne pourra être remis qu'au moins quinze jours de bourse après la date de dépôt du Projet de Note d'Information ;

- le 24 août 2021, en présence de l'Expert Indépendant et de leur conseil juridique, afin de finaliser la recommandation du Comité sur l'Offre.

Au cours de ces réunions, le Comité s'est assuré que l'Expert Indépendant avait en sa possession l'ensemble des informations utiles pour l'exécution de sa mission et qu'il avait été à même de mener ses travaux dans des conditions satisfaisantes. Le Comité indique ne pas avoir connaissance d'éléments de nature à remettre en cause le bon déroulement des travaux de l'Expert Indépendant.

Le Comité s'est également assuré que l'Expert Indépendant avait eu accès au Plan d'Affaires établi par le management de la Société. Ce Plan d'Affaires, qui a fait l'objet d'une revue par l'Expert Indépendant, constitue à la connaissance du Comité les données prévisionnelles les plus pertinentes établies par la Société.

Le Comité, au cours de ses travaux, a pris acte du fait qu'une comparaison entre le plan d'affaires communiqué par la Société et le consensus des projections des analystes sur la période 2021-2024 a été réalisée par les banques présentatrices. Il en ressort que le plan d'affaires du management est globalement plus ambitieux que le consensus des projections des analystes (avec un EBITDAaL cumulé supérieur au consensus, lié à des investissements supérieurs également). En net, le cumul EBITDAaL – investissements (hors acquisition de fréquences) ressort très proche du consensus. Cette analyse a été confirmée par l'Expert Indépendant.

Le Comité a constaté qu'aucune question ou remarque d'actionnaires concernant l'Offre n'a été adressée au Comité ou à l'Expert Indépendant, en ce compris par l'intermédiaire de l'AMF.

3) Conclusions du rapport de l'Expert Indépendant

À l'issue des échanges entre le Comité et l'Expert Indépendant, tels que rappelés ci-dessus, le cabinet BM&A Advisory & Support a remis son rapport le 20 août 2021.

Les caractéristiques de l'Offre ci-dessous sont rappelées, ces éléments ayant notamment été pris en compte par l'Expert Indépendant pour l'établissement de son rapport et par le Comité pour établir sa recommandation :

- le Fondateur détient, directement et indirectement par l'intermédiaire des sociétés qu'il contrôle, 44.885.963 actions et 75.113.789 droits de vote théoriques de la Société, représentant 75,23% du capital et 81,65% des droits de vote théoriques de la Société, dont 14.585.283 actions et droits de vote théoriques de la Société représentant 24,44% du capital et 15,85% des droits de vote de la Société sont détenus à titre individuel par l'Initiateur (sur la base du capital social de la Société au 31 juillet 2021), étant précisé que depuis le dépôt de l'Offre, l'Initiateur a acquis 3.273.111 actions de la Société sur le marché au prix de l'Offre²² ;*
- l'Offre revêt un caractère volontaire et sera réalisée selon la procédure simplifiée conformément aux articles 233-1 et suivants du RGAMF. La durée de l'Offre serait fixée à douze (12) jours de négociation ;*
- l'Offre vise la totalité des actions de la Société d'ores et déjà émises ou susceptibles d'être émises ou remises avant la date estimée de clôture de l'Offre à raison de l'exercice des options de souscription d'actions et non détenues, directement ou indirectement, par l'Initiateur et les sociétés contrôlées par le Fondateur (à l'exception de 5.000 Actions qui ont vocation à être apportées à l'Offre par NJJ Market), à l'exception (i) des actions auto-détenues par la Société, soit 1.169.259 actions, (ii) des Actions Gratuites en Période d'Acquisition et des Actions Gratuites soumises à une Obligation de Conservation Additionnelle (tels que ces termes sont définis à la section 2.3.1 du Projet de Note d'Information), soit un maximum de 734.560 actions, (iii) des Actions Bloquées en PEG et PEGI dont la période d'indisponibilité minimum de cinq ans au titre du PEG ou PEGI, le cas échéant, n'arrive à échéance que postérieurement à la date estimée de clôture de l'Offre, soit 40.716 actions (tels que ces termes sont définis à la section 2.3.3 du Projet de Note d'Information) ;*
- dans le cadre de l'Offre, l'Initiateur propose aux actionnaires d'acquérir les actions de la Société qu'ils détiennent en contrepartie, pour une action de la Société, d'une somme en numéraire de 182 euros ;*
- l'Initiateur a indiqué que dans l'hypothèse où, à la clôture de l'Offre, les conditions requises pour la mise en œuvre d'un retrait obligatoire seraient remplies, l'Offre sera suivie d'une procédure de retrait obligatoire en application des articles L. 433-4, II du Code monétaire et financier et 237-1 et suivants du RGAMF ;*
- il est prévu un réinvestissement de certains dirigeants de la Société ainsi que la mise en place d'un contrat de liquidité pour les Actions Indisponibles (tels que ces termes sont définis à la section 2.3.3 du Projet de Note d'Information) ;*
- les intentions de l'Initiateur, telles que celles-ci sont décrites dans le Projet de Note d'Information mis à la disposition des membres du Conseil d'administration.*

L'Expert Indépendant résume ainsi les conclusions de son rapport :

« En conclusion, nos travaux d'évaluation conduisent à des valeurs centrales, toutes méthodes confondues, inférieures au prix de 182 € proposé dans le cadre de la présente Offre. En particulier, ce Prix d'Offre extériorise des primes,

²² En ce compris 500.000 Actions qui ont été cédées par Rock Investment à l'Initiateur.

substantielles par rapport aux valeurs centrales issues des deux principales approches que sont le cours de bourse et la méthode DCF. Enfin, ce Prix d'Offre reste supérieur aux valeurs résultant de la mise en œuvre de scénarios alternatifs intégrant des hypothèses ayant une incidence positive sur la valeur de la Société.

Sur la base de l'ensemble de ces éléments, notre opinion est que le prix de 182 € par action Iliad, proposé dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée et dans l'hypothèse de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire, est équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société. »

L'Expert Indépendant fait également le constat de l'absence de question ou observation d'actionnaires minoritaires, y compris par l'intermédiaire de l'AMF.

Recommandations du Comité

Le 24 août 2021, le Comité s'est réuni et a finalisé sa recommandation au Conseil d'administration au regard du rapport de l'Expert Indépendant.

- **S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour la Société (stratégie et politique industrielle, commerciale et financière)**

Le Comité constate que :

- l'Initiateur contrôle déjà la Société, le Fondateur détenant, directement et indirectement par l'intermédiaire des sociétés qu'il contrôle, 75,23% du capital et 81,65% des droits de vote théoriques de la Société, dont 24,44% du capital et 15,85% des droits de vote de la Société sont détenus à titre individuel par l'Initiateur (sur la base du capital social de la Société au 31 juillet 2021), étant précisé que depuis le dépôt de l'Offre, l'Initiateur a acquis 3.273.111 actions de la Société sur le marché au prix de l'Offre²³ ;
- en application des articles L. 433-4, II du Code monétaire et financier et 237-1 et suivants du RGAMF, l'Initiateur a l'intention de demander à l'AMF, dans un délai de 3 mois à compter de la clôture de l'Offre, la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire visant les actions de la Société, si le nombre d'actions non présentées à l'Offre par les actionnaires minoritaires de la Société (autres que les actions auto-détenues et les actions indisponibles faisant l'objet du mécanisme de liquidité décrit à la Section 2.3.3 du Projet de Note d'Information et qui sont assimilées en application de l'article L. 233-9 I, 4° du Code de commerce aux actions détenues par l'Initiateur) ne représentent pas, à l'issue de l'Offre, plus de 10 % du capital et des droits de vote de la Société. Il serait effectué moyennant une indemnisation des actionnaires concernés au prix de l'Offre ;
- aux termes d'engagements d'apports, Rani Assaf, actionnaire historique de la Société, et certains dirigeants de la Société (à savoir Thomas Reynaud, Maxime Lombardini, Cyril Poidatz, Antoine Levavasseur et Nicolas Jaeger) (les « **Dirigeants** ») se sont engagés à apporter à l'Offre tout ou partie de leur participation dans la Société, soit un total de 1.823.480 actions qu'ils détiennent, représentant environ 3,06% du capital de la Société (sur la base du capital social de la Société au 31 juillet 2021) ;
- certains Dirigeants se sont également engagés, aux côtés du Fondateur, à apporter à l'Initiateur 695.762 actions de la Société qu'ils détiennent ;

²³ En ce compris 500.000 Actions qui ont été cédées par Rock Investment à l'Initiateur.

- *il n'a pas été identifié de conséquence défavorable pour la Société résultant de l'Offre. En effet, le management a négocié un refinancement global de la Société en cas de mise en œuvre du retrait obligatoire. Le Comité a également noté que le retrait obligatoire sera une source d'économie pour la Société (plus de frais liés à la cotation) et permettra aux dirigeants de se concentrer sur la stratégie d'investissement et d'expansion internationale du groupe, sans décalage avec les attentes à court terme du marché financier.*

Le Comité note également que les intentions de l'Initiateur, telles que celles-ci sont décrites dans le Projet de Note d'Information, sont les suivantes :

- *en matière de stratégie (politique, industrielle, commerciale et financière), l'Initiateur a indiqué avoir l'intention de poursuivre les activités de la Société dans la continuité de la stratégie actuellement mise en œuvre, laquelle ne sera pas remise en cause quel que soit le résultat de l'Offre ;*
- *en matière de fusion ou réorganisation juridique, l'Initiateur n'envisage pas de fusionner avec la Société au cours des 12 prochains mois. La mise en œuvre de l'Offre n'aura pas d'impact sur la politique de la Société en matière d'organisation juridique ;*
- *en matière de composition du Conseil d'administration, l'Initiateur a indiqué ne pas envisager de modifier la gouvernance de la Société dans l'hypothèse où l'Offre serait suivie d'un retrait obligatoire ;*
- *l'Initiateur a rappelé être une société holding constituée le 24 décembre 2018 ayant pour objet l'acquisition, la détention, la gestion, la cession et / ou la prise de participation dans le capital social et les droits de vote de sociétés françaises et étrangères, mais également l'apport de toute assistance utile aux sociétés et autres personnes morales dans lesquelles elle détient des participations. Par conséquent, l'Initiateur n'anticipe pas la réalisation de synergies de coûts ou de revenus avec la Société, autres que les économies résultant d'une sortie de cote de la Société dans l'hypothèse où l'Offre serait suivie d'un retrait obligatoire ;*
- *en matière de dividendes, l'Initiateur a indiqué que la politique de dividendes de la Société continuera d'être déterminée par ses organes sociaux en fonction des capacités distributives, de la situation financière et des besoins financiers de la Société. L'Initiateur entend poursuivre une politique de dividendes de la Société en ligne avec le dividende de 3 euros par action distribué au titre de l'exercice 2020 représentant un montant total de l'ordre de 180 millions d'euros hors circonstances exceptionnelles (cessions d'actifs, etc.) ;*
- *dans le cas où l'Offre serait suivie d'un retrait obligatoire, elle aura pour conséquence l'indemnisation des actionnaires concernés au prix de l'Offre ainsi que la radiation des actions du marché réglementé d'Euronext Paris.*

Connaissance prise des éléments figurant ci-dessus, le Comité confirme l'intérêt de l'Offre pour la Société.

– S'agissant du prix de l'Offre et de l'intérêt de l'Offre pour les actionnaires

Le Comité constate que l'Initiateur propose d'acquérir les actions de la Société visées par l'Offre en contrepartie, pour une action de la Société apportée à l'Offre, d'une somme en numéraire de 182 euros.

L'Initiateur propose par ailleurs à certains Dirigeants de réinvestir et aux bénéficiaires d'actions indisponibles de conclure des promesses d'achat et de vente de leurs actions indisponibles afin de leur permettre de bénéficier d'une liquidité en numéraire pour les actions indisponibles qui ne pourraient pas être apportées à l'Offre.

Le Comité a pris connaissance des éléments d'appréciation du prix d'Offre établis par les établissements présentateurs de l'Offre et du rapport de l'Expert Indépendant.

Le Comité relève notamment que l'Offre permet aux actionnaires d'obtenir une liquidité immédiate sur l'intégralité de leur participation à un prix par action présentant une prime de 61,0 % par rapport au cours de clôture de l'action le 29 juillet 2021 (veille du jour de l'annonce de l'Offre), de 53,5 % par rapport à la moyenne des cours de bourse pondérée par les volumes de l'action sur les vingt jours qui précèdent cette date, de 38,5 % par rapport à la moyenne des cours de bourse pondérée par les volumes de l'action sur les trois mois qui précèdent cette date et de 28,1 % par rapport à la moyenne des cours de bourse pondérée par les volumes de l'action sur les 6 mois qui précèdent cette date. Il relève également que le Prix d'Offre est proche du cours le plus haut atteint en séance sur 36 mois (184 €, le 3 septembre 2020).

Le Comité constate, qu'aux termes du rapport établi par l'Expert Indépendant et de l'analyse suivie par l'Expert Indépendant, les conditions proposées dans le cadre de l'Offre telle qu'initée par l'Initiateur sur les actions de la Société sont équitables d'un point de vue financier pour les actionnaires de la Société.

L'Expert Indépendant a également conclu que les analyses des accords conclus dans le cadre de l'Offre (notamment le réinvestissement de certains Dirigeants et le contrat de liquidité) n'ont pas révélé d'éléments susceptibles de remettre en cause le principe d'égalité de traitement entre les actionnaires, s'agissant tant des conditions de réinvestissement que de l'absence de prix de cession garanti.

Le Comité constate par conséquent que l'Offre présente une opportunité pour les actionnaires minoritaires de bénéficier d'une liquidité immédiate et intégrale dans des conditions de prix considérées comme équitables par l'Expert Indépendant y compris en cas de mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire.

– S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour les salariés

Le Comité note qu'en matière d'emploi, l'Offre s'inscrit dans une stratégie de poursuite et de développement de l'activité de la Société et n'aura pas d'impact négatif en matière d'emploi au sein de la Société.

Le Comité relève par ailleurs que l'Initiateur a indiqué dans ses intentions décrites dans le Projet de Note d'Information :

- ne pas envisager de fusionner avec la Société au cours des douze prochains mois et que la mise en œuvre de l'Offre n'aura pas d'impact sur la politique de la Société en matière d'organisation juridique ;*
- que l'Offre n'aura pas d'impact sur la politique de la Société en matière d'emploi ;*
- qu'il n'anticipe pas la réalisation de synergies de coûts ou de revenus avec la Société, autres que les économies résultant d'une sortie de cote de la Société dans l'hypothèse où l'Offre serait suivie d'un retrait obligatoire.*

Au vu de ce qui précède, le Comité considère que l'Offre telle que décrite dans le Projet de Note d'Information est conforme aux intérêts des salariés de la Société et ne devrait pas avoir d'incidences spécifiques en matière d'emploi.

Au terme de sa mission et connaissance prise des travaux de l'Expert Indépendant et de l'ensemble des éléments ci-dessus, le Comité, à l'unanimité de ses membres :

- relève que les termes de l'Offre sont équitables pour les actionnaires ;**
- présente au Conseil d'administration le projet d'avis motivé ;**
- recommande au Conseil d'administration de la Société de conclure que l'Offre est dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés et de recommander aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre.**

Avis du Conseil d'administration

Au regard des éléments qui précèdent, des discussions s'ensuivent. Le Président demande notamment aux membres du Conseil d'administration de confirmer leur intention d'apporter ou non tout ou partie des actions Iliad qu'ils détiennent à l'Offre :

Nom	Fonction	Nombre d'Actions détenues à la date de l'avis motivé	Intention
Xavier Niel	Président du conseil d'administration	621.954	N/A
Maxime Lombardini	Vice-président du conseil d'administration	125.823	Apport à l'Offre de 23.564 Actions ²⁴
Thomas Reynaud	Directeur général - Administrateur	116.657	Apport à l'Offre de 52.659 Actions ²⁵
Cyril Poidatz	Administrateur	811.951	Apport à l'Offre de 603.951 Actions ²⁶
Mme Virginie Calmels	Administrateur	150	Apport à l'Offre de 50 Actions ²⁷
Mme Bertille Burel	Administrateur	100	Pas d'apport de ses Actions à l'Offre ²⁸
M. Jacques Veyrat	Administrateur	100	Pas d'apport de ses Actions à l'Offre ²⁹
Mme Céline Lazorthes	Administrateur	100	Pas d'apport de ses Actions à l'Offre ³⁰
Mme Esther Gaide	Administrateur	100	Pas d'apport de ses Actions à l'Offre ³¹

Après discussion sur le projet d'Offre, le Conseil d'administration, au vu des éléments soumis et notamment (i) des objectifs et intentions exprimés par l'Initiateur, (ii) des éléments de valorisation préparés par les établissements présentateurs, (iii) des conclusions du rapport de l'Expert Indépendant sur les conditions financières de l'Offre, (iv) des conclusions des travaux de

²⁴ Étant précisé que 90.256 Actions seront apportées en nature à l'Initiateur préalablement à la clôture de l'Offre et que 12.003 Actions bénéficieront du mécanisme de liquidité.

²⁵ Étant précisé que 55.506 Actions seront apportées en nature à l'Initiateur préalablement à la clôture de l'Offre et que 8.492 Actions bénéficieront du mécanisme de liquidité.

²⁶ Étant précisé que 200.000 Actions seront apportées en nature à l'Initiateur préalablement à la clôture de l'Offre et que 8.000 Actions bénéficieront du mécanisme de liquidité.

²⁷ Compte-tenu de l'obligation statutaire de détention d'Actions.

²⁸ Compte-tenu de l'obligation statutaire de détention d'Actions.

²⁹ Compte-tenu de l'obligation statutaire de détention d'Actions.

³⁰ Compte-tenu de l'obligation statutaire de détention d'Actions.

³¹ Compte-tenu de l'obligation statutaire de détention d'Actions.

revue du Comité, à l'unanimité (étant précisé que Messieurs Xavier Niel, Maxime Lombardini, Cyril Poidatz et Thomas Reynaud, ne prennent pas part au vote) :

- **approuve** le projet d'avis motivé tel que proposé par le Comité ;
- **considère**, en conséquence, que l'Offre telle que décrite dans le Projet de Note d'Information est conforme aux intérêts :
 - de la Société, notamment dans la mesure où la Société est d'ores et déjà contrôlée par l'Initiateur et que celui-ci n'entend pas modifier l'activité, la stratégie et/ou la politique industrielle, commerciale et financière de la Société ;
 - de ses actionnaires, puisque le prix proposé par l'Initiateur est considéré comme équitable par l'Expert Indépendant ; et
 - de ses salariés, puisque l'Offre ne devrait pas avoir d'incidence particulière en matière d'emploi ;
- **recommande**, en conséquence, aux actionnaires d'apporter leurs actions à l'Offre ;
- **décide** de ne pas apporter à l'Offre les 1.169.259 actions auto-détenues par la Société, et
- **donne** tous pouvoirs au Président à l'effet de finaliser le projet de note en réponse relatif à l'Offre, ainsi que tout autre document qui serait nécessaire dans le cadre de l'Offre, et notamment le document « autres informations » présentant les caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables, de la Société devant être déposé auprès de l'AMF et publié conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, et plus généralement prendre toutes dispositions et toutes mesures nécessaires à la réalisation de l'Offre. »

3. INFORMATION DU COMITÉ DE GROUPE DE LA SOCIÉTÉ

Conformément aux dispositions des articles L. 2332-2 du Code du travail, le Comité de Groupe d'Iliad a été informé de l'Offre et a été réuni le 24 août 2021 dans le cadre de la procédure d'information des instances représentatives du personnel de la Société.

4. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ

Conformément à l'article 14 des statuts de la Société et à l'article 1 de la charte annexée au règlement intérieur du conseil d'administration, chaque membre du conseil d'administration de la Société doit détenir au moins 100 actions de la Société.

Les membres du conseil d'administration de la Société ayant participé à la réunion au cours de laquelle le conseil d'administration a émis son avis motivé reproduit à la section 2 ont fait part de leurs intentions comme suit :

Nom	Fonction	Nombre d'Actions détenues à la date de l'avis motivé	Intention
Xavier Niel	Président du conseil d'administration	621.954	N/A
Maxime Lombardini	Vice-président du conseil d'administration	125.823	Apport à l'Offre de 23.564 Actions ³²
Thomas Reynaud	Directeur général - Administrateur	116.657	Apport à l'Offre de 52.659 Actions ³³
Cyril Poidatz	Administrateur	811.951	Apport à l'Offre de 603.951 Actions ³⁴
Mme Virginie Calmels	Administrateur	150	Apport à l'Offre de 50 Actions ³⁵
Mme Bertille Burel	Administrateur	100	Pas d'apport de ses Actions à l'Offre ³⁶
M. Jacques Veyrat	Administrateur	100	Pas d'apport de ses Actions à l'Offre ³⁷
Mme Céline Lazorthes	Administrateur	100	Pas d'apport de ses Actions à l'Offre ³⁸
Mme Esther Gaide	Administrateur	100	Pas d'apport de ses Actions à l'Offre ³⁹

5. INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ RELATIVE AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES

À la date du présent Projet de Note en Réponse, la Société détient 1.169.259 de ses propres Actions.

³² Etant précisé que 90.256 Actions seront apportées en nature à l'Initiateur préalablement à la clôture de l'Offre et que 12.003 Actions bénéficieront du mécanisme de liquidité.

³³ Etant précisé que 55.506 Actions seront apportées en nature à l'Initiateur préalablement à la clôture de l'Offre et que 8.492 Actions bénéficieront du mécanisme de liquidité.

³⁴ Etant précisé que 200.000 Actions seront apportées en nature à l'Initiateur préalablement à la clôture de l'Offre et que 8.000 Actions bénéficieront du mécanisme de liquidité.

³⁵ Compte-tenu de l'obligation statutaire de détention d'Actions.

³⁶ Compte-tenu de l'obligation statutaire de détention d'Actions.

³⁷ Compte-tenu de l'obligation statutaire de détention d'Actions.

³⁸ Compte-tenu de l'obligation statutaire de détention d'Actions.

³⁹ Compte-tenu de l'obligation statutaire de détention d'Actions.

Le conseil d'administration du 25 août 2021 a pris acte du fait que les 1.169.259 Actions auto-détenues par la Société ne sont pas visées par l'Offre et a confirmé à l'unanimité, en tant que de besoin, qu'il ne souhaite pas les apporter à l'Offre.

Il est précisé qu'une partie de ces Actions serviront à la livraison des Actions Gratuites susceptibles d'être définitivement acquises (i) le 30 septembre 2021 au titre de la Tranche 1 du Plan 2 (ii) le 30 octobre 2021 au titre de la Tranche 2 du Plan 1 et (iii) le 30 novembre 2021 au titre de la Tranche 1 du Plan 3 et du Plan 3 bis (tel que détaillé à la section 1.2.5 du Projet de Note en Réponse).

6. ACCORDS POUVANT AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRÉCIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE

6.1. Reclassement interne d'Actions détenues par le Fondateur

Entre la date du Projet de Note en Réponse et la clôture de l'Offre, HoldCo et Xavier Niel ont vocation à apporter conjointement 30.227.826 Actions (soit respectivement 29.605.872 et 621.954 Actions), représentant plus de 50% du capital et des droits de vote de la Société, à l'Initiateur par voie d'apport en nature relevant des dispositions de l'article L. 225-147 du Code de commerce (les « **Opérations de Reclassement Interne** »). Les Opérations de Reclassement Interne seront réalisées sur la base d'une valorisation par Action apportée identique au Prix de l'Offre et d'une valorisation de l'Initiateur établie sur la base de son actif net réévalué à la date de réalisation des Opérations de Reclassement Interne.

Postérieurement à la réalisation des Opérations de Reclassement Interne, Xavier Niel s'est engagé à apporter les actions de l'Initiateur reçues dans le cadre des Opérations de Reclassement Interne à HoldCo.

6.2. Engagements d'apport à l'Offre et réinvestissement des actionnaires historiques et des dirigeants

Aux termes d'engagements d'apports, Rani Assaf, actionnaire historique de la société, et certains dirigeants de la Société (à savoir Thomas Reynaud, Maxime Lombardini, Cyril Poidatz, Antoine Levavasseur et Nicolas Jaeger) (les « **Dirigeants** ») se sont engagés à apporter à l'Offre tout ou partie de leur participation dans la Société, soit un total de 1.823.480 Actions qu'ils détiennent, représentant environ 3,06% du capital de la Société⁴⁰. Dans ce cadre,

- Rani Assaf apportera l'intégralité de sa participation dans la Société à savoir 893.338⁴¹ Actions ;
- Thomas Reynaud apportera une partie de sa participation dans la Société à savoir 52.659 Actions ;

⁴⁰ Sur la base d'un capital composé de 59.668.124 actions au 31 juillet 2021 conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

⁴¹ Étant précisé que 8.000 actions auraient vocation à être couvertes par le Contrat de Liquidité et n'auraient pas vocation à être apportées à l'Offre.

- Cyril Poidatz apportera une partie de sa participation dans la Société à savoir 603.951 Actions ;
- Maxime Lombardini apportera une partie de sa participation dans la Société à savoir 23.564 Actions ;
- Antoine Levavasseur apportera une partie de sa participation dans la Société à savoir 248.968 Actions ; et
- Nicolas Jaeger apportera une partie de sa participation dans la Société à savoir 1.000 Actions⁴².

Afin de témoigner de leur engagement auprès du Groupe, certains Dirigeants se sont également engagés, aux côtés du Fondateur, à apporter à l'Initiateur 695.762 Actions de la Société qu'ils détiennent par voie d'apport en nature relevant des dispositions de l'article L. 225-147 du Code de commerce (l'« **Apport des Dirigeants** »). L'Apport des Dirigeants sera réalisé préalablement à la clôture de l'Offre sur la base d'une valorisation par Action apportée identique au Prix de l'Offre et d'une valorisation de l'Initiateur établie sur la base de son actif net réévalué à la date de réalisation de l'Apport des Dirigeants.

Dans le cadre de l'Apport des Dirigeants, il est notamment prévu que :

- Les Dirigeants bénéficieront, à compter du 1^{er} anniversaire de l'Apport des Dirigeants, d'une promesse d'achat consentie par HoldCo, exerçable chaque année, en vertu de laquelle HoldCo pourra, en cas d'exercice, acquérir tout ou partie des titres de l'Initiateur détenus par les Dirigeants à un prix déterminé à dire d'expert.
- À compter du 10^{ème} anniversaire de l'Apport des Dirigeants, HoldCo bénéficiera d'une promesse de vente consentie par chacun des Dirigeants en vertu de laquelle HoldCo pourra acquérir l'intégralité des titres de l'Initiateur détenus par le Dirigeant concerné, qui n'auront pas encore été transférés à HoldCo dans le cadre de la promesse d'achat susmentionnée, à un prix déterminé à dire d'expert.
- HoldCo bénéficiera d'une promesse de vente en vertu de laquelle elle pourra acquérir, en cas de départ d'un Dirigeant, l'intégralité des titres de l'Initiateur détenus par le Dirigeant concerné à un prix déterminé à dire d'expert.

En cas de mise en œuvre de l'une des promesses visées ci-dessus, les Dirigeants ne bénéficieraient d'aucun mécanisme leur permettant d'obtenir un prix de cession garanti.

6.3. Mécanisme de liquidité

L'Initiateur proposera aux bénéficiaires et aux détenteurs des Actions Gratuites Indisponibles et aux titulaires d'Actions Bloquées en PEG et PEGI (les « **Titulaires d'Actions Indisponibles** ») de conclure des promesses d'achat et de vente de leurs Actions Indisponibles afin de leur permettre de bénéficier d'une

⁴² Étant précisé que 4.600 actions auraient vocation à être couvertes par le Contrat de Liquidité et n'auraient pas vocation à être apportées à l'Offre.

liquidité en numéraire pour les Actions Indisponibles qui n'ont pas pu être apportées à l'Offre (le « **Contrat de Liquidité** »).

En vertu du Contrat de Liquidité, l'Initiateur consentira à chaque Titulaire d'Actions Indisponibles une promesse d'achat exerçable à compter de la Date de Disponibilité desdits titres, chaque année et jusqu'au 31 décembre 2028 (par exception, la première fenêtre d'exercice de la promesse d'achat commencera le 1^{er} décembre 2021 et se terminera le 15 décembre 2021) (la « **Période d'Exercice de la Promesse d'Achat** »), pendant une période de trente-cinq (35) jours ouvrés ; suivie d'une promesse de vente consentie par les Titulaires d'Actions Indisponibles au bénéfice de l'Initiateur, exerçable pendant une période de quarante (40) jours ouvrés à compter de la première des dates suivantes :

- (i) la date de départ du Titulaire d'Actions Indisponibles concerné, étant précisé que dans l'hypothèse où la date de départ du Titulaire d'Actions Indisponibles concerné aurait lieu avant la Date de Disponibilité (tel que ce terme est défini ci-dessous) des Actions Indisponibles concernées, la date de départ du Titulaire d'Actions Indisponibles sera réputée être celle de la Date de Disponibilité des Actions Indisponibles concernées ;
- (ii) la date d'expiration de la Période d'Exercice de la Promesse d'Achat qui leur est applicable.

Les promesses d'achat et de vente ne pourront toutefois être exercées que (i) dans l'hypothèse où l'Initiateur serait en mesure de mettre en œuvre un retrait obligatoire à l'issue de l'Offre, en application des articles L. 433-4 II du Code monétaire et financier et 237-1 et suivants du règlement général de l'AMF, (ii) en cas de radiation des Actions du marché réglementé Euronext Paris ou (iii) en cas de liquidité très réduite des Actions à l'issue de l'Offre.

La « **Date de Disponibilité** » correspondra au premier Jour Ouvré suivant :

- (i) concernant les Actions Gratuites en Période d'Acquisition, l'expiration de la période d'acquisition ;
- (ii) concernant les Actions Gratuites soumises à une Obligation de Conservation Additionnelle, à la date de cessation des fonctions de mandataire social de l'Attributaire au sein de la Société ;
- (iii) concernant les Actions Bloquées en PEG et PEGI, l'expiration du délai d'indisponibilité minimum de cinq ans, le cas échéant ;
- (iv) concernant les Actions Gratuites soumises à une Obligation de Conservation Fiscale, à l'expiration du délai de détention fiscale prévu au a du A du 1^{er} de l'article 150-0 D du Code Général des Impôts, ou tout autre délai de détention fiscale applicable aux Actions Indisponibles concernées.

Le prix d'exercice par Action Indisponible des promesses sera déterminé à dire d'expert sur la base d'une approche multicritères conformément aux principes d'évaluation énoncés par la recommandation AMF DOC-2006-15⁴³, étant entendu que les Titulaires d'Actions Indisponibles ne bénéficieront d'aucun mécanisme leur permettant d'obtenir un prix de cession garanti.

⁴³ Cf. partie 3 « mise en œuvre d'une approche multicritères » de la recommandation AMF Doc-2006-15, intitulée « *Expertise indépendante dans le cadre d'opérations financières* »,

En cas de mise en œuvre, le cas échéant, du retrait obligatoire, les Actions Indisponibles pour lesquelles un Contrat de Liquidité aura été conclu, dans le cadre du mécanisme de liquidité décrit ci-dessus, seront assimilées aux Actions détenues par l'Initiateur conformément à l'article L. 233-9 I, 4° du Code de commerce, et ne seront pas visées par ledit retrait obligatoire.

6.4. Autres accords dont la Société a connaissance

À l'exception des accords décrits aux sections 6.1 à 6.3 du Projet de Note en Réponse, il n'existe, à la connaissance de la Société, aucun autre accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.

7. ÉLÉMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

7.1. Structure et répartition du capital

Capital social d'ILLAD

Aux termes de l'article 6 des statuts de la Société à jour du 15 juin 2021, le capital social de la Société s'élève à 14.901.666 euros, divisé en 59.606.664 actions ordinaires⁴⁴ et toutes de même catégorie et de valeur nominale de vingt-cinq centimes d'euro (0,25€).

Composition de l'actionnariat d'ILLAD au 31 juillet 2021

À la date du Projet de Note en Réponse, sur la base d'un capital composé de 59.668.124 actions représentant 91.999.150 droits de vote théoriques au 31 juillet 2021, le capital et les droits de vote théoriques de la Société sont répartis comme suit⁴⁵ :

Actionnaires	Actions	% capital	Droits de vote	% droits de vote
HoldCo	29.605.872	49,62%	59.211.744	64,36%
HoldCo II	14.585.283	24,44%	14.585.283	15,85%
M. Xavier Niel	621.954	1,04%	1.243.908	1,35%
Rock Investment	67.854	0,11%	67.854	0,07%
NJJ Market	5.000	0,01%	5.000	0,01%
Sous-total M. Xavier Niel	44.885.963	75,23%	75.113.789	81,65%
Rani Assaf	901.338	1,51%	1.661.338	1,81%
Thomas Reynaud	116.657	0,20%	123.687	0,13%
Nicolas Jaeger	5.600	0,01%	5.600	0,01%

⁴⁴ Il est précisé que le nombre d'Actions figurant dans les statuts de la Société ne tient pas compte des Actions issues de levées d'Options depuis le 1^{er} janvier 2021.

⁴⁵ Conformément à l'article 223-11 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont rattachés des droits de vote, en ce compris les actions dépourvues de droit de vote.

Cyril Poidatz	811.951	1,36%	1.482.565	1,61%
Antoine Levavasseur	606.968	1,02%	1.113.626	1,21%
Maxime Lombardini	125.823	0,21%	134.802	0,15%
Sous-total actionnaire historique et Dirigeants	2.568.337	4,31%	4.521.618	4,92%
Sous-total M. Xavier Niel, actionnaire historique et Dirigeants	47.454.300	79,53%	79.635.407	86,56%
Autres mandataires sociaux	550	0,00%	550	0,00%
Public	11.044.015	18,51%	11.193.934	12,17%
Iliad (actions auto-détenues)	1.169.259	1,96%	1.169.259	1,27%
Total	59.668.124	100%	91.999.150	100%

7.2. Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et au transfert d'Actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du code de commerce

Obligation de déclaration en matière de franchissements de seuils

Les obligations légales prévues à l'article L. 233-7 du code de commerce sont applicables.

En complément des seuils légaux et réglementaires applicables, l'article 12 des statuts de la Société prévoit que toute personne physique ou morale, agissant seule et/ou de concert, qui vient à détenir ou à cesser de détenir de quelque manière que ce soit au sens des dispositions des articles L. 233-7 et suivants du Code de commerce, une fraction du capital ou des droits de vote de la Société égale ou supérieure à 1 % et inférieure à 50%, doit, dans un délai de cinq jours de bourse à compter du franchissement de ce seuil, déclarer à la Société, par lettre recommandée avec demande d'avis de réception adressée au siège social de la Société ou tout autre moyen équivalent à l'étranger pour les actionnaires résidant hors de France, la date de franchissement de seuil, le nombre total d'actions et de droits de vote qu'elle détient, directement ou indirectement, seule et/ou de concert. Sont assimilées aux actions ou aux droits de vote détenus par la personne tenue par l'obligation d'information visée ci-dessus, les actions et/ou droits de vote visées à l'article L. 233-9 I du Code de commerce. Pour les franchissements de seuil résultant d'une acquisition ou d'une cession, le délai de cinq jours de bourse démarre à compter du jour de la négociation des titres ou de la conclusion de l'accord entraînant le franchissement de seuil et non de leur date d'inscription en compte éventuelle.

La déclaration doit préciser le nombre de titres que la personne tenue à l'information possède donnant accès à terme aux actions à émettre et les droits de vote qui y sont attachés ainsi que les actions déjà émises ou les droits de vote, qu'elle pourrait ou est en droit d'acquérir en vertu d'un accord ou d'un instrument financier mentionné à l'article L. 211-1 du Code monétaire et financier. Concernant ces dernières actions ou droit de vote, lorsque le détenteur d'instruments financiers ou d'accords entre en possession des actions ou droit de vote sur lesquelles ils portent, et vient à franchir de ce fait, seul ou de concert, en hausse, ce seuil, ces actions et droit de vote font l'objet d'une nouvelle déclaration à la Société.

En outre, l'article 12 des statuts de la Société prévoit une obligation de déclaration de franchissement de seuils supplémentaire chaque fois que la fraction du capital ou des droits de vote détenue par une personne physique ou morale, agissant seule ou de concert, franchira, à la hausse ou à la baisse, un multiple entier de 1% du capital ou des droits de vote, y-compris au-delà des seuils de déclaration prévus par les dispositions légales et réglementaires, jusqu'à 50%.

En cas d'inobservation des obligations d'information visées ci-dessus, l'actionnaire défaillant est privé des droits de vote attachés aux actions excédant la fraction qui n'a pas été régulièrement déclarée conformément aux stipulations ci-dessus. En cas de régularisation, les droits de vote correspondant ne peuvent être exercés jusqu'à l'expiration du délai prévu par la réglementation en vigueur. Sauf en cas de franchissement de l'un des seuils visés à l'article L. 233-7 1 du Code de commerce, cette sanction ne s'applique qu'à la demande, consignée dans le procès-verbal de l'assemblée générale, d'un ou plusieurs actionnaires détenant une fraction au moins égale à 5 % du capital ou des droits de vote de la Société.

Transfert d'Actions

Les actions inscrites en compte sont librement négociables et se transmettent librement par virement de compte à compte, conformément aux dispositions légales et réglementaires en vigueur.

Droit de vote double

En application des dispositions de l'article 28 des statuts de la Société, un droit de vote double s'applique de plein droit aux actions entièrement libérées pour lesquelles il est justifié d'une inscription nominative depuis trois (3) ans au moins au nom du même actionnaire à compter du jour de l'admission des actions de la Société aux négociations sur un marché réglementé, ou postérieurement à celle-ci.

7.3. Clause des conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'Actions et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société

À l'exception des accords décrits à la section 6 du présent Projet de Note en Réponse, il n'existe, à la connaissance de la Société, aucune autre convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'Actions et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société.

7.4. Participations directes et indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titres

À la date du Projet de Note en Réponse et à la connaissance de la Société, notamment sur la base des dernières informations sur les franchissements de seuils communiquées et les déclarations d'opérations en période de pré-offre et d'offre, le capital social est réparti ainsi qu'il est indiqué à la section 7.1 ci-dessus.

Au cours des douze derniers mois, la Société a reçu les déclarations de franchissement de seuils légaux et statutaires suivantes :

Actionnaire	Date du franchissement	Nombre d'actions	% du capital	% des droits de vote	Franchissement déclaré à la baisse ou à la hausse
I. Déclarations de franchissement de seuils légaux					
HoldCo	15 mai 2021	29.605.872	49,90	64,62 ⁴⁶	Franchissement à la hausse du seuil légal de 50% des droits de vote de la Société
HoldCo II	15 mai 2021	11.312.172	19,07	12,34 ⁴⁷	Franchissement à la baisse du seuil légal de 15% des droits de vote de la Société
HoldCo II	4 août 2021	14.082.078	23,62	15,31	Franchissement à la hausse du seuil statutaire de 15% des droits de vote de la Société et de 20% du capital de la Société
II. Déclarations de franchissement de seuils statutaires					
Rock Investment SAS	7 octobre 2020	1.367.854 ⁴⁸	2,31	2,19	Franchissement à la hausse du seuil statutaire de 2% du capital de la Société et de 2% des droits de vote de la Société
Monsieur Xavier Niel	7 octobre 2020	42.912.852	72,37	69,58	Franchissement direct et indirect à la hausse du seuil statutaire de 72% du capital de la Société et de 69% des droits de vote de la Société
Monsieur Xavier Niel	31 octobre 2020	621.954	1,05	2,01	Franchissement à la hausse du seuil statutaire de 2% des droits de vote de la Société
Monsieur Xavier Niel	31 octobre 2020	42.912.852	72,36	70,22	Franchissement direct et indirect à la hausse du seuil statutaire de 70% des droits de vote de la Société

⁴⁶ Sur la base d'un capital composé de 59.325.000 actions représentant 91.634.470 droits de vote

⁴⁷ Sur la base d'un capital composé de 59.325.000 actions représentant 91.634.470 droits de vote

⁴⁸ Dont 800 000 options d'achat portant sur les actions de la Société acquises dans le cadre d'un contrat de type « call spread » déclarées en application des articles L. 233-7 I et L. 233-9 4° du Code de commerce et 233-11 II du Règlement Général de l'AMF et 567.854 actions prêtées dans le cadre d'un contrat de type « collar ».

Actionnaire	Date du franchissement	Nombre d'actions	% du capital	% des droits de vote	Franchissement déclaré à la baisse ou à la hausse
HoldCo	15 mai 2021	29.605.872	49,90	64,62	Franchissement à la hausse du seuil statutaire de 64% des droits de vote de la Société
Monsieur Xavier Niel	15 mai 2021	621.954	1,05	1,36	Franchissement à la baisse du seuil statutaire de 2% des droits de vote de la Société
HoldCo II	15 mai 2021	11.312.172	19,07	12,34	Franchissement à la baisse du seuil statutaire de 13% des droits de vote de la Société
Rock Investment SAS	15 mai 2021	1.367.854 ⁴⁹	2,31	1,49	Franchissement à la baisse du seuil statutaire de 2% des droits de vote de la Société
Monsieur Xavier Niel	15 mai 2021	42.912.852	72,36	79,82	Franchissement direct et indirect à la hausse du seuil statutaire de 79% des droits de vote de la Société
AXA Investment Managers S.A.	25 juin 2021	855.837	1,44	0,93	Franchissement à la baisse du seuil statutaire de 1% des droits de vote de la Société
Norges Bank	8 juillet 2021	806.738	1,35	0,88	Franchissement à la baisse du seuil statutaire de 1% des droits de vote de la Société
BlackRock Inc.	13 juillet 2021	1.204.670	2,02	1,31	Franchissement à la hausse du seuil statutaire de 2 % du capital de la Société
BlackRock Inc.	15 juillet 2021	1.186.925	1,99	1,29	Franchissement à la baisse du seuil statutaire de 2 % du capital de la Société
BlackRock Inc.	19 juillet 2021	1.196.114	2,01	1,30	Franchissement à la hausse du seuil statutaire de 2 % du capital de la Société

⁴⁹ Dont 800 000 options d'achat portant sur les actions de la Société acquises dans le cadre d'un contrat de type « call spread » déclarées en application des articles L. 233-7 I et L. 233-9 4° du Code de commerce et 233-11 II du Règlement Général de l'AMF et 567.854 actions prêtées dans le cadre d'un contrat de type « collar ».

Actionnaire	Date du franchissement	Nombre d'actions	% du capital	% des droits de vote	Franchissement déclaré à la baisse ou à la hausse
BlackRock Inc.	20 juillet 2021	1.165.148	1,95	1,27	Franchissement à la baisse du seuil statutaire de 2 % du capital de la Société
HoldCo II	4 août 2021	14.082.078	23,62	15,31	Franchissement à la hausse du seuil statutaire de 23% du capital de la Société et de 15% des droits de vote de la Société
Monsieur Xavier Niel	4 août 2021	44.382.758	74,44	81,14	Franchissement à la hausse du seuil statutaire de 74% du capital de la Société et de 81% des droits de vote de la Société
BlackRock Inc.	17 août 2021	890.603	1,49	0,97	Franchissement à la baisse du seuil statutaire de 1% des droits de vote de la Société
BlackRock Inc.	18 août 2021	925.147	1,55	1,01	Franchissement à la hausse du seuil statutaire de 1 % des droits de vote de la Société
BlackRock Inc.	23 août 2021	903.942	1,51	0,98	Franchissement à la baisse du seuil statutaire de 1 % des droits de vote de la Société

Il est précisé que l'Initiateur n'a pas procédé à l'acquisition d'Actions au cours des douze (12) mois précédant le dépôt du Projet de Note d'Information. Depuis le dépôt du Projet de Note d'Information et à la date du présent Projet de Note en Réponse, l'Initiateur a fait l'acquisition de 3.273.111 Actions sur le marché au prix de l'Offre⁵⁰.

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

L'article 28 des statuts de la Société stipule qu'un droit de vote double est institué au profit des actions entièrement libérées ayant fait l'objet d'une détention continue au nominatif par un même titulaire pendant une durée minimale de trois (3) ans au moins à compter du jour de l'admission des actions de la Société aux négociations sur un marché réglementé (soit le 30 janvier 2004) ou postérieurement à celle-ci.

⁵⁰ En ce compris 500.000 Actions qui ont été cédées par Rock Investment à l'Initiateur.

Cet article précise qu'en cas d'augmentation de capital par incorporation de réserves, bénéfices ou primes d'émission, ou d'échange d'actions à l'occasion d'un regroupement ou d'une division d'actions, ce droit de vote double est conféré aux actions attribuées à raison d'actions inscrites sous la forme nominative, sous réserve qu'elles soient elles-mêmes conservées sous la forme nominative depuis leur attribution, et que les actions à raison desquelles elles ont été attribuées bénéficiaient du droit de vote double.

La fusion ou la scission de la Société est sans effet sur le droit de vote double qui peut être exercé au sein de la société bénéficiaire si les statuts de celle-ci l'ont institué.

Toute action convertie au porteur ou transférée en propriété perd le droit de vote double attribué en application de l'article 28-1 des statuts. Il est néanmoins rappelé que le transfert par suite de succession, de liquidation, de communauté de biens entre époux ou de donation entre vifs au profit d'un conjoint ou d'un parent au degré successible ne fait pas perdre le droit acquis et n'interrompt pas les délais prévus au dit article.

L'assemblée générale extraordinaire des actionnaires ne peut supprimer le droit de vote double qu'après approbation de l'assemblée spéciale des titulaires de ce droit.

Les actionnaires significatifs bénéficiant de droits de vote double au 31 décembre 2020 sont les suivants :

Actionnaires significatifs bénéficiant de droits de vote doubles	Nombre d'actions assorties d'un droit de vote double
Xavier Niel	621.954
Rani Assaf	760.000
Cyril Poidatz	670.614
Antoine Levavasseur	506.658
Maxime Lombardini	8.979
Thomas Reynaud	7.030

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

Au 24 août 2021, 503.159 Actions de la Société sont détenues par le FCPE de la Société.

La décision d'apport ou non à l'Offre des Actions détenues par le FCPE Iliad sera prise par le conseil de surveillance du FCPE conformément aux dispositions de l'article L. 214-165 du Code monétaire et financier et des règlements du FCPE et du plan d'épargne groupe dans le cadre duquel le FCPE a été mis en place.

7.7. Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions au transfert d'Actions et à l'exercice des droits de vote

A l'exception (i) des accords décrits à la section 6 « Accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre » du présent Projet de Note en Réponse et à la section 1.3 « Accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre » du Projet de Note d'Information, à savoir le Reclassement interne d'Actions détenues par le Fondateur, les Engagements d'apport à l'Offre et le réinvestissement des actionnaires historiques et des dirigeants et le Mécanisme de

liquidité et (ii) des accords décrits à la section 7.3 « Clause des conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'Actions et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de la Société » du présent Projet de Note en Réponse, la Société n'a connaissance à ce jour d'aucun accord en vigueur pouvant entraîner des restrictions au transfert des actions et à l'exercice des droits de vote de la Société.

7.8. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration et à la modification des statuts de la Société

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

Conformément à l'article 13 des statuts de la Société, la Société est administrée par un conseil d'administration composé de trois (3) membres au moins et de dix-huit (18) au plus.

Les administrateurs sont nommés par l'assemblée générale ordinaire, sauf la faculté pour le conseil d'administration, en cas de vacance par décès ou démission d'un ou plusieurs sièges d'administrateur, de procéder par cooptation, entre deux assemblées générales, à la nomination de leurs remplaçants, chacun pour la durée restant à courir du mandat de son prédécesseur, sous réserve de ratification par la plus prochaine assemblée générale. Si des nominations provisoires n'étaient pas ratifiées par l'assemblée générale, les délibérations prises et les actes accomplis par les administrateurs nommés provisoirement, ou avec leur concours, n'en demeuraient pas moins valables.

Toutefois, lorsque le nombre des administrateurs en fonction est devenu inférieur au minimum légal, le conseil d'administration ou, à défaut, les commissaires aux comptes, doivent convoquer immédiatement l'assemblée générale ordinaire des actionnaires en vue de compléter l'effectif du conseil.

A défaut de ratification, les délibérations prises et les actes accomplis antérieurement par le conseil n'en demeurent pas moins valables. Tout administrateur nommé en remplacement d'un autre administrateur ne demeure en fonction que pendant le temps restant à courir du mandat de son prédécesseur.

Le conseil d'administration comprend en outre, en vertu de l'article L. 225-27-1 du Code de commerce, un ou deux administrateurs représentant les salariés, désignés par le comité social et économique de l'UES Iliad. Lorsque deux administrateurs sont nommés à ce titre, doivent être désignés un homme et une femme.

En cas de vacance pour quelque cause que ce soit d'un siège d'administrateur représentant les salariés, le siège vacant est pourvu par une nouvelle désignation lors de la première réunion ordinaire du comité social et économique suivant la constatation par le conseil d'administration de la vacance du siège.

Au cas où le nombre d'administrateurs nommés par l'assemblée générale est supérieur à huit, un deuxième administrateur est désigné conformément aux dispositions ci-dessus dans les six mois suivants la cooptation par le conseil ou la nomination par l'assemblée générale des actionnaires d'un nouvel administrateur ayant pour effet de faire franchir ce seuil.

Le nombre de membres du conseil à prendre en compte pour déterminer le nombre d'administrateurs représentant les salariés est apprécié à la date de désignation des représentants des salariés du conseil.

Les administrateurs sont nommés pour une durée de quatre (4) ans. Ils sont rééligibles. Les fonctions d'un administrateur prennent fin à l'issue de la réunion de l'assemblée générale ordinaire statuant sur les comptes de l'exercice écoulé, tenue dans l'année au cours de laquelle expire son mandat.

La réduction à huit ou moins de huit du nombre des administrateurs nommés par l'assemblée générale annuelle est sans effet sur la durée du mandat des représentants des salariés au conseil qui prend fin à l'arrivée de son terme normal.

Si la Société ne répond plus aux conditions légales, le mandat du ou des administrateurs représentant les salariés prendra fin à l'issue de la réunion au cours de laquelle le conseil d'administration aura constaté la sortie du champ d'application de la loi.

Conformément à l'article 14 des statuts de la Société, chaque administrateur doit être propriétaire de 100 Actions de la Société au moins pendant toute la durée de son mandat. Par exception à l'obligation prévue ci-dessus, les administrateurs représentant les salariés au conseil ne sont pas tenus de posséder un nombre minimum d'actions de la Société.

Si, au jour de sa nomination, un administrateur n'est pas propriétaire du nombre d'actions requis, ou si, au cours de son mandat, il cesse d'en être propriétaire, il est réputé démissionnaire d'office, s'il n'a pas régularisé sa situation dans le délai de six (6) mois.

Le conseil d'administration de la Société est actuellement composé des membres suivants :

- M. Xavier Niel (président du conseil d'administration) ;
- M. Maxime Lombardini (vice-président du conseil d'administration) ;
- M. Thomas Reynaud (directeur général et administrateur) ;
- M. Cyril Poidatz ;
- Mme Virginie Calmels ;
- Mme Bertille Burel* ;
- M. Jacques Veyrat* ;
- Mme Céline Lazorthes* ;
- Mme Esther Gaide* ;
- M. Ilan Dahan (administrateur représentant les salariés) ; et
- M. Saad Boudjadi (administrateur représentant les salariés).

** Administrateurs indépendants*

Aucune modification de la gouvernance de la Société n'est envisagée par l'Initiateur dans l'hypothèse où l'Offre serait suivie d'un retrait obligatoire.

7.8.2. Règles applicables à la modification des statuts

Conformément aux dispositions législatives et réglementaires en vigueur et à l'article 23 des statuts de la Société, l'assemblée générale extraordinaire est seule compétente pour modifier les statuts de la Société. Néanmoins, l'assemblée générale extraordinaire ne peut changer la nationalité de la Société, ni augmenter les engagements des actionnaires.

L'assemblée générale extraordinaire réunie sur première convocation ne délibère valablement que si le actionnaires présents ou représentés possèdent au moins le quart des actions ayant le droit de vote.

L'assemblée générale extraordinaire réunie sur deuxième convocation ne délibère valablement que si les actionnaires présents ou représentés possèdent au moins le cinquième des actions ayant le droit de vote.

Les délibérations de l'assemblée générale extraordinaire sont prises à la majorité des deux tiers des voix exprimées par les actionnaires présents ou représentés. Les voix exprimées ne comprennent pas celles attachées aux actions pour lesquelles l'actionnaire n'a pas pris part au vote, s'est abstenu ou a voté blanc ou nul.

Aucune clause statutaire ne prévoit de dispositions différentes de celles prévues par la loi en ce qui concerne la modification des statuts.

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

Le conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la Société et veille à leur mise en œuvre. Les pouvoirs et attributions du conseil d'administration sont décrits à l'article 18 des statuts de la Société.

Sous réserve des pouvoirs expressément attribués aux assemblées d'actionnaires et dans la limite de l'objet social, il se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la Société et règle par ses délibérations les affaires qui la concernent.

Le conseil d'administration procède aux contrôles et vérifications qu'il juge opportuns.

En sus des opérations visées par la loi et les règlements en vigueur, et conformément au règlement intérieur du conseil d'administration, le directeur général doit s'assurer de l'autorisation préalable du conseil d'administration pour les projets ou opérations suivants :

- tout projet d'acquisition ou d'investissement, sous quelque forme que ce soit, d'un montant supérieur à 100 millions d'euros par opération, ainsi que toute modification des termes ou conditions substantiels du projet ;
- tout projet de cession de participation d'un montant supérieur à 100 millions d'euros par opération ; et
- toute opération ou engagement, y compris de gestion courante, d'un montant unitaire supérieur à 200 millions d'euros.

En dehors des pouvoirs généraux prévus par la loi et des pouvoirs spécifiques prévus par les statuts et le règlement intérieur de la Société, le conseil d'administration de la Société dispose des délégations et autorisations suivantes :

Délégations données au conseil d'administration par l'assemblée générale extraordinaire	Date de l'AG (n° de résolution)	Durée (date d'expiration)	Utilisation en cours	Montant nominal maximal autorisé (en euros)
---	---------------------------------------	------------------------------	-------------------------	---

AUGMENTATION DU CAPITAL SOCIAL AVEC DPS				PLAFOND (en euros)
Augmentation du capital social par émission avec maintien du droit préférentiel de souscription, d'actions ordinaires et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital ou à l'attribution de titres de créances	02/06/2021 (24 ^{ème} résolution)	26 mois (01/08/2023)	N/A	5 000 000 ⁽¹⁾ 2 000 000 000 ⁽²⁾
Augmentation du capital social par incorporation de réserves, bénéfices, primes ou autres	02/06/2021 (31 ^{ème} résolution)	26 mois (01/08/2023)	N/A	500 000 000
AUGMENTATION DU CAPITAL SOCIAL SANS DPS				PLAFOND (en euros)
Augmentation du capital social par émission, avec suppression du droit préférentiel de souscription, par offre au public autre que celles visées à l'article L. 411-2 1° du Code monétaire et financier, d'actions ordinaires et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital ou à l'attribution de titres de créances	02/06/2021 (25 ^{ème} résolution)	26 mois (01/08/2023)	N/A	20 % du capital social à la date de l'assemblée soit environ 3 million d'euros ⁽¹⁾ 2 000 000 000 ⁽²⁾
Augmentation du capital social par émission, avec suppression du droit préférentiel de souscription par une offre visée à l'article L. 411-2 1° du Code monétaire et financier, d'actions ordinaires et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital ou à	02/06/2021 (26 ^{ème} résolution)	26 mois (01/08/2023)	N/A	20 % du capital social à la date de l'assemblée soit environ 3 millions d'euros ⁽¹⁾ 2 000 000 000 ⁽²⁾

l'attribution de titres de créances				
Autorisation de fixer le prix d'émission d'une augmentation de capital sans droit préférentiel de souscription, par offre au public ou par une offre visée à l'article L. 411-2 1° du Code monétaire et financier dans la limite de 10% du capital social de la Société	02/06/2021 (27 ^{ème} résolution)	26 mois (01/08/2023)	N/A	10 % du capital social à la date d'émission ⁽¹⁾ ⁽²⁾
Augmentation du capital social par émission d'actions, de titres de capital donnant accès à d'autres titres de capital de la Société, en vue de rémunérer des apports en nature consentis à la société et constitués de titres de capital ou de valeurs mobilières donnant accès au capital	02/06/2021 (29 ^{ème} résolution)	26 mois (01/08/2023)	N/A	10 % du capital social à la date d'émission ⁽¹⁾
Augmentation du capital social par émission d'actions et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société, en cas d'offre publique ayant une composante d'échange initiée par la Société	02/06/2021 (30 ^{ème} résolution)	26 mois (01/08/2023)	N/A	2 000 000 € ⁽¹⁾
AUGMENTATION DU CAPITAL SOCIAL AVEC OU SANS DPS				
Augmentation du nombre de titres à émettre dans le cadre d'augmentation de capital, avec ou sans droit préférentiel de souscription	02/06/2021 (28 ^{ème} résolution)	26 mois (01/08/2023)	N/A	15 % de l'émission initiale ⁽¹⁾

AUGMENTATION DU CAPITAL RÉSERVÉE				
Émission avec suppression du droit préférentiel de souscription, d'actions de la Société réservée aux adhérents d'un plan d'épargne d'entreprise	02/06/2021 (32 ^{ème} résolution)	26 mois (01/08/2023)	N/A	1 % du capital à la date de l'assemblée ⁽¹⁾
STOCK-OPTIONS ET ATTRIBUTIONS GRATUITES				
Attribution d'options de souscription ou d'achat d'actions	21/07/2020 (25 ^{ème} résolution)	38 mois (21/09/2023)	N/A	1 % du capital social à la date d'attribution compte tenu des options consenties
Attribution gratuite d'actions	21/07/2020 (24 ^{ème} résolution)	38 mois (21/09/2023)	0,16 % du capital attribué	2 % du capital social à la date d'attribution

(1) Ce montant s'impute sur le plafond global pour les émissions d'actions ou de titres donnant accès au capital de 5 000 000 euros fixé par la 24^{ème} résolution de l'assemblée générale extraordinaire du 2 juin 2021.

(2) Ce montant s'impute sur le plafond global pour les émissions de titres de créances de 2 000 000 000 euros fixé par la 24^{ème} résolution de l'assemblée générale extraordinaire du 2 juin 2021.

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

À la connaissance de la Société, aucune convention conclue par la Société ne sera résiliée du fait de la réalisation de l'Offre, qui n'aura pas pour conséquence un changement de contrôle au niveau de la Société dans la mesure où cette dernière était déjà contrôlée par l'Initiateur à la date de dépôt du Projet de Note d'Information.

7.11. Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration, les dirigeants ou les salariés de la Société, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

À la connaissance de la Société, il n'existe aucun accord prévoyant des indemnités pour les administrateurs ou les salariés de la Société, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique.

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

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

8. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT DE L'ARTICLE 261-1 DU RÈGLEMENT GÉNÉRAL DE L'AMF

En application des articles 261-1, I, 1°, 2° et 4° et II du règlement général de l'AMF, le cabinet BM&A Advisory & Support, représenté par Monsieur Pierre Béal, a été désigné en qualité d'Expert Indépendant par le conseil d'administration de la Société, sur recommandation du comité *ad hoc*, le 5 juillet 2021 afin d'établir un rapport permettant d'apprécier le caractère équitable des conditions financières de l'Offre et du retrait obligatoire.

Ce rapport, en date du 20 août 2021, est reproduit dans son intégralité en **Annexe 1** et fait partie intégrante du présent Projet de Note en Réponse.

9. MODALITÉS DE MISE À DISPOSITION DES AUTRES INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ

Les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront déposées auprès de l'AMF au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. En application de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, elles seront disponibles sur le site internet d'Iliad (www.iliad.fr/fr) et de l'AMF (www.amf-france.org) la veille de l'ouverture de l'Offre et pourront être obtenues sans frais au siège social d'Iliad, 16 rue de la Ville L'Évêque, 75008 Paris.

10. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITÉ DU PROJET DE NOTE EN RÉPONSE

« Conformément à l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, à ma connaissance, les données du présent projet de note en réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Monsieur Thomas Reynaud, agissant en qualité de directeur général d'Iliad.

ANNEXE 1

**RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT DE L'ARTICLE 261-1 DU RÈGLEMENT
GÉNÉRAL DE L'AMF**

[Bas de page laissé volontairement vierge]

BMA

iliad

Iliad

Expertise indépendante

Projet d'offre publique d'achat simplifiée

Rapport du 20 août 2021

SOMMAIRE

SOMMAIRE	2
1 CONTEXTE DE L'OPERATION.....	4
2 PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT	6
2.1 Missions d'expertise indépendante réalisées au cours des 36 derniers mois.....	6
2.2 Déclaration d'indépendance	6
2.3 Rémunération de l'expert	7
2.4 Diligences effectuées par l'expert	7
3 PRESENTATION DU GROUPE ILIAD	11
3.1 Historique, activité et positionnement stratégique	11
3.1.1 Présentation du Groupe Iliad	11
3.1.2 Consolidation du secteur : des marchés italiens et polonais à haut potentiel.....	11
3.1.3 Des performances résilientes face à la crise du Covid-19	13
3.1.4 Poursuite du déploiement des infrastructures télécom et croissance externe	13
3.2 Analyse historique des comptes publiés	17
3.2.1 Évolution des résultats	17
3.2.2 Évolution des flux de trésorerie	19
3.2.3 Évolution de la situation bilancielle.....	20
3.3 Plan stratégique « Odysée 2024 » et <i>guidances</i> de mai 2019	24
3.4 Plan d'affaires 2021-2026	24
3.4.1 Effets prix et volumes	25
3.4.2 Chiffre d'affaires	25
3.4.3 EBITDAaL.....	25
3.4.4 EBITaL	25
3.4.5 Cash flows d'exploitation	26
3.5 Contextualisation du plan d'affaires.....	26
3.5.1 Consensus des analystes financiers.....	26
3.5.2 Comparaison avec les prévisions relevées chez les comparables boursiers	30
4 TRAVAUX D'EVALUATION	31
4.1 Données financières servant de base aux méthodes d'évaluation	31
4.1.1 Nombre de titres	31
4.1.2 Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres	32
4.2 Méthodes ou références non retenues.....	34
4.2.1 Actif net comptable	34
4.2.2 Méthodes basées sur le dividende.....	34
4.3 Méthodes et références retenues	34
4.3.1 Cours de bourse.....	35
4.3.2 Objectifs de cours des analystes	39
4.3.3 Évaluation par la méthode DCF (somme des parties)	42
4.3.4 Évaluation par la méthode des comparables boursiers	49
4.3.5 Transactions comparables.....	51

4.3.6	Transactions sur le capital de la Société	53
4.4	Analyse des accords connexes.....	54
4.4.1	Les opérations de reclassement et de réinvestissement	54
4.4.2	Le mécanisme de liquidité	55
5 	ANALYSE CRITIQUE DES TRAVAUX DE L'EVALUATEUR.....	56
5.1	Données financières servant de base aux méthodes d'évaluation	56
5.1.1	Nombre de titres	56
5.1.2	Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres	56
5.2	Comparaison des méthodes d'évaluation retenues.....	57
5.2.1	Cours de bourse.....	57
5.2.2	Objectifs de cours des analystes	58
5.2.3	Actualisation de flux de trésorerie (DCF).....	58
5.3	Comparables boursiers	60
5.4	Transactions comparables	61
6 	CONCLUSION	62
7 	ANNEXES	65
7.1	Calendrier détaillé des travaux.....	65
7.2	Lettre de mission	66
7.3	Contextualisation du nombre d'abonnés et de l'ARPU du plan d'affaires	68
7.4	Contextualisation du plan d'affaires.....	69
7.5	Bêtas sectoriels	71
7.6	Taux d'actualisation lissé sur 12 mois	71
7.7	Prévisions d'inflation 2026 du FMI	72
7.8	CMPC publiés par les analystes financiers.....	72
7.8.1	France	72
7.8.2	Italie.....	72
7.8.3	Pologne.....	73
7.9	Taux de croissance à l'infini publiés par les analystes financiers	73
7.9.1	France	73
7.9.2	Italie.....	73
7.9.3	Pologne.....	74
7.10	Valeur d'entreprises SOTP publiées par les analystes financiers	74
7.10.1	France	74
7.10.2	Italie.....	74
7.10.3	Pologne.....	75
7.11	Analyses de sensibilités par pays.....	75
7.12	Description des comparables boursiers	77
7.12.1	Activité.....	77
7.12.2	Principaux agrégats	79

1 | CONTEXTE DE L'OPERATION

Par voie de communiqué de presse en date du 30 juillet 2021, la société Iliad (ci-après « **Iliad** », la « **Société** » ou le « **Groupe** ») et la société HoldCo II (ci-après « **HoldCo II** » ou l'« **Initiateur** ») ont annoncé un projet d'offre publique d'achat simplifiée (ci-après l'« **Offre** » ou l'« **OPAS** »), le cas échéant suivie d'une procédure de retrait obligatoire, initiée par HoldCo II et visant les actions de la société Iliad non détenues, directement ou indirectement, par HoldCo II ou par monsieur Xavier Niel (ci-après le « **Fondateur** »), à l'exception de 505 000 actions Iliad qui ont vocation à être apportées à l'Offre par Rock Investment et NJJ Market.

Dans ce cadre, l'Initiateur propose d'acquérir en numéraire 16 912 839¹ actions Iliad au prix unitaire de 182 € (ci-après le « **Prix d'Offre** »), étant précisé que certaines actions sont exclues de l'Offre², et que, préalablement à l'Offre, le Fondateur possède, directement ou indirectement, 70,63 % du capital et 78,67 % des droits de vote de la Société.

Avant la clôture de l'Offre, le Fondateur opérera un reclassement interne des participations qu'il détient dans Iliad, directement ou indirectement via HoldCo³, par voie d'apports en nature concomitants à l'Initiateur, représentant une quote-part du capital d'Iliad d'environ 50,70 %.

Les autres actionnaires historiques et les dirigeants de la Société (ci-après les « **Dirigeants** »), qui détiennent ensemble 4,31 % du capital d'Iliad, se sont engagés :

- à apporter à l'Offre, une partie de leur participation représentant 3,06 % du capital ;
- à apporter à l'Initiateur, par voie d'apport en nature, une partie de leur participation représentant 1,17 % du capital afin de s'associer à l'opération initiée par HoldCo II.

Après prise en compte des opérations de reclassement et des engagements d'apport, la géographie du capital d'Iliad se présente comme suit :

Iliad Actionnariat au 30 juin 2021	Actions		Droits de vote		Apports		Actions (post Apports)	
	nombre	%	nombre	%	en nature à H II	à l'Offre	nombre	%
HoldCo	29 605 872	49,66%	59 211 744	64,39%	(29 605 872)		-	-
HoldCo II	11 312 172	18,97%	11 312 172	12,30%	30 923 588	2 328 480	44 564 240	74,74%
Xavier Niel	621 954	1,04%	1 243 908	1,35%	(621 954)		-	-
Rock Investment	567 854	0,95%	567 854	0,62%		(500 000)	67 854	0,11%
NJJ Market	5 000	0,01%	5 000	0,01%		(5 000)	-	-
Sous-total Fondateur	42 112 852	70,63%	72 340 678	78,67%	695 762	1 823 480	44 632 094	74,86%
Rani Assaf	901 338	1,51%	1 661 338	1,81%		(893 338)	8 000	0,01%
Cyril Poidatz	811 951	1,36%	1 482 565	1,61%	(200 000)	(603 951)	8 000	0,01%
Antoine Levavasseur	606 968	1,02%	1 113 626	1,21%	(350 000)	(248 968)	8 000	0,01%
Maxime Lombardini	125 823	0,21%	134 802	0,15%	(90 256)	(23 564)	12 003	0,02%
Thomas Reynaud	116 657	0,20%	123 687	0,13%	(55 506)	(52 659)	8 492	0,01%
Nicolas Jaeger	5 600	0,01%	5 600	0,01%		(1 000)	4 600	0,01%
Sous-total Actionnaires Historiques et Dirigeants	2 568 337	4,31%	4 521 618	4,92%	(695 762)	(1 823 480)	49 095	0,08%
Administrateurs	450	0,00%	450	0,00%			450	0,00%
Actions autodétenues	1 165 996	1,96%	1 165 996	1,27%			1 165 996	1,96%
Public	13 774 830	23,10%	13 924 745	15,14%			13 774 830	23,10%
Total	59 622 465	100,00%	91 953 487	100,00%	-	-	59 622 465	100,00%

¹ Soit, à la date du Projet de Note d'Information, 16 805 811 actions déjà émises et 107 028 actions susceptibles d'être émises à la suite de l'exercice d'options de souscription d'action.

² Dont, au 30 juillet 2021, les actions auto-détenues (1 165 996), les actions gratuites en période d'acquisition ou soumises à une obligation de conservation additionnelle (2 090) et les actions bloquées en PEG et en PEGI, indisponibles pendant 5 ans au minimum (40 716).

³ Société holding dont le capital est détenu intégralement par Xavier Niel.

L'Initiateur motive son Offre par les besoins d'investissements que le Groupe anticipe afin de poursuivre sa croissance, tant externe qu'organique, à moyen et long terme, besoins peu compatibles avec les attentes du marché à court terme, entraînant une forte volatilité du cours de l'action Iliad. Ainsi, la sortie de cote de la Société permettrait d'assurer plus aisément le développement d'Iliad au cours des prochaines années.

A horizon 12 mois, l'Initiateur n'envisage de modifier ni la stratégie poursuivie par la Société, ni la politique de la Société en matière d'emploi et en matière d'organisation juridique⁴, ni la gouvernance de la Société, et entend poursuivre, hors circonstances exceptionnelles, la politique de dividendes de la Société.

Hormis les économies résultant de la sortie de cote de la Société en cas de retrait obligatoire, l'Initiateur n'anticipe pas la réalisation de synergies de coûts ou de revenus.

Enfin, si les conditions de seuil de détention prévues par l'article 237-1 du règlement général de l'AMF sont remplies⁵ à l'issue de l'Offre, l'Initiateur mettra en œuvre une procédure de retrait obligatoire, à un prix identique à celui de l'Offre, afin de se voir transférer les actions de la Société non présentées à l'Offre (à l'exception des actions auto-détenues et des actions indisponibles faisant l'objet d'un mécanisme de liquidité décrit à la section 1.3.3 du projet de note d'information déposé le 30 juillet 2021). Dans l'hypothèse où l'Initiateur ne serait pas en mesure de mettre en œuvre un retrait obligatoire à l'issue de l'Offre, il se réserve la possibilité de déposer auprès de l'AMF un projet d'offre publique suivie, le cas échéant, d'une procédure de retrait obligatoire visant les actions de la Société qu'il ne détiendrait pas. Le retrait obligatoire entraînerait la radiation de la cote des actions de la Société.

Dans ce contexte, le cabinet BM&A Advisory & Support a été mandaté le 6 juillet 2021 par le Conseil d'Administration de la Société en qualité d'expert indépendant afin d'apprécier le caractère équitable du prix proposé pour les actions Iliad.

Notre intervention est requise par les dispositions du règlement général de l'AMF figurant au Titre VI du Livre II, Chapitre 1^{er}, article 261-1, et en particulier :

- le paragraphe I, alinéa 1°, dans la mesure où la société visée est contrôlée au sens de l'article L 233-3 du code de commerce avant le lancement de l'opération par l'Initiateur ;
- le paragraphe I, alinéa 2°, dans la mesure où des dirigeants ou actionnaires qui contrôlent la société visée au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce ont conclu des accords avec l'Initiateur de l'Offre susceptible d'affecter leur indépendance ;
- le paragraphe I, alinéa 4°, en raison de l'existence d'opérations connexes à l'Offre susceptibles d'avoir un impact sur le prix de l'Offre ;
- le paragraphe II, dans la mesure où un retrait obligatoire est envisagé.

La présente attestation ne constitue pas une recommandation de participer ou non à l'Offre.

⁴ En particulier, l'Initiateur n'entend pas fusionner avec la Société.

⁵ Art. 237-1 du RGAMF : « A l'issue de toute offre publique et dans un délai de trois mois à l'issue de la clôture de l'offre, l'initiateur de cette offre publique peut se voir transférer les titres non présentés par les actionnaires minoritaires dès lors qu'ils ne représentent pas plus de 10 % du capital et des droits de vote moyennant indemnisation de ces derniers. »

2 | PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT

Le cabinet BM&A Advisory & Support (ci-après « **BM&A A&S** » ou « **BM&A** »), est une société d'expertise comptable inscrite au tableau de l'Ordre des experts-comptables de Paris Ile-de-France. Issue de la scission en 2015 du cabinet BM&A, BM&A A&S est une filiale à 100 % de BM&A Partners, société faîtière du groupe BM&A qui compte environ 180 collaborateurs. L'intégralité du capital de BM&A Partners est détenue directement ou indirectement par ses 25 associés, personnes physiques.

BM&A A&S est constitué sous forme de société par actions simplifiée au capital de 1 287 474 € ; son siège social est situé 11 rue de Laborde à Paris 8^{ème}.

Le groupe BM&A développe plusieurs activités : audit comptable et financier, évaluation financière et expertise indépendante, consolidation et *reporting*, prévention et restructuration, *transaction services* et risques, process et systèmes d'information. Chaque activité, animée par un ou plusieurs associés, dispose d'une équipe dédiée, spécialisée dans son domaine.

Le groupe BM&A jouit d'une expérience reconnue dans les opérations requérant une appréciation indépendante de l'équité entre actionnaires et est membre de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI). Le groupe BM&A est doté d'une charte déontologique propre aux missions d'expertise indépendante, téléchargeable sur son site Internet www.bma-paris.com.

2.1 Missions d'expertise indépendante réalisées au cours des 36 derniers mois

Au cours des 36 derniers mois, le cabinet a produit les attestations d'équité et les rapports d'expertise indépendante suivants :

Date	Opération	Cible	Initiateur/Bénéficiaire	Banque présentatrice
févr-19	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire	Guy Degrenne	Diversita & Vorwerk	Kepler Cheuvreux
mars-19	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Harvest	Five Arrows Principal Investments	Lazard, Alantra
mai-19	Augmentation de capital réservée et émission ADP	Alès Groupe	n/a	n/a
juil-19	Offre Publique d'Achat	Coheris	ChapsVision	Invest Securities
nov-19	Offre Publique de Rachat d'Actions	Iliad	n/a	CACIB & Société Générale
mai-20	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Blue Solutions	Bolloré SE	Natixis & BNP Paribas
oct-20	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Genkyotex	Calliditas Therapeutics AB	Bryan Garnier

2.2 Déclaration d'indépendance

En application de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF, nous attestons que notre cabinet, et le signataire du présent rapport, ne se trouvent pas, vis-à-vis de la Société, de leurs conseils et de leurs actionnaires, dans une des situations de conflit d'intérêts décrites dans l'instruction AMF DOC-2006-08 du 25 juillet 2006. En particulier, nous attestons que le cabinet et ses associés :

- n'entretiennent aucun lien juridique ou en capital avec les sociétés concernées par l'Offre, ou leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- n'ont procédé à aucune évaluation de la société visée par l'Offre ou qui réalise l'Offre au cours des 18 mois précédant la date de désignation ;
- ne détiennent aucun intérêt financier dans la réussite de l'Offre, ni créance ni dette envers l'une des sociétés concernées par l'Offre ou toute personne contrôlée par ces sociétés ;
- n'ont pas conseillé l'une des sociétés concernées par l'Offre ou toute personne que ces sociétés contrôlent au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce au cours des dix-huit derniers mois.

Nous rappelons toutefois que BM&A a été désigné expert indépendant :

- dans le cadre de l'offre publique de rachat initiée en novembre 2019 par Iliad sur ses propres actions. Dans la mesure où cette mission a été réalisée il y a plus de 18 mois (rapport signé le 11 novembre 2019), BM&A et le signataire estiment ne pas se trouver en situation de conflit d'intérêts telle que visée par l'article 1, 2° de l'instruction DOC-2006-08 du RGAMF ;
- en mai 2021, afin de réaliser une analyse financière des conséquences de la souscription d'un emprunt en vue de verser un dividende exceptionnel aux actionnaires dans le cadre de l'offre présentée par BidCo 21, société contrôlée par le Fondateur, pour l'acquisition de Métropole Télévision ; à ce titre, nous avons perçu un montant d'honoraires de 25 k€ HT, représentant moins de 0,1 % du chiffre d'affaires du groupe BM&A en 2020 (et moins de 0,15 % du chiffre d'affaires de BM&A Advisory & Support). Compte tenu du chiffre d'affaires généré par cette mission rapporté à celui de BM&A, le cabinet et le signataire estiment ne pas se trouver en situation de conflit d'intérêts telle que visée par l'article 1, 3° de l'instruction DOC-2006-08 du RGAMF.

2.3 Rémunération de l'expert

La rémunération perçue par BM&A au titre de la présente opération s'élève à 240 000 €, hors taxes et débours.

2.4 Diligences effectuées par l'expert

La présente mission est réalisée par Pierre Béal, associé, et Stéphane Marande, senior manager spécialisé en évaluation financière des entreprises. Ils ont été assistés par Jillian Walter, chef de mission confirmé, ainsi que par Farid Khouatra, Barbara Rigaud, Aymeric Royer, chefs de mission, et Emma Rappaport, assistante confirmée.

La revue indépendante a été effectuée par Eric Blache, associé du cabinet, qui n'est pas directement intervenu dans les travaux menés par l'équipe susmentionnée.

Nous avons mené nos diligences conformément aux dispositions des articles 262-1 et suivants du règlement général de l'AMF, de son instruction d'application du 25 juillet 2006 et des recommandations de l'AMF du 28 septembre 2006, modifiées le 10 février 2020.

Nous avons été informés de l'Opération envisagée le 25 juin 2021. Notre intervention s'est effectivement déroulée du 6 juillet au 20 août 2021, date à laquelle nous avons remis la version définitive de notre rapport.

Au cours de nos travaux, nous nous sommes principalement entretenus avec les personnes suivantes :

- Iliad :
 - Xavier Niel, Fondateur du Groupe Iliad et président du conseil d'administration ;
 - Thomas Reynaud, directeur général & administrateur ;
 - Nicolas Jaeger, directeur général délégué et directeur financier ;
 - Shahrzad Sharvan, secrétaire générale ;
 - Thomas Robin, directeur financier adjoint.
- Iliad – Comité *ad hoc* des administrateurs :
 - Céline Lazorthes (présidente) ;
 - Esther Gaide ;
 - Virginie Calmels ;
 - Jacques Veyrat.

- Gide – Conseil du Comité *ad hoc* :
 - Me Olivier Diaz ;
 - Me Charles de Reals.

- BNP Paribas – Banque Présentatrice :
 - Olivier Rinaudo, managing director ;
 - Claire Ramaharobrand, head of industry group TMT ;
 - Loïc Saint-Germain, associate M&A .

- Crédit Agricole CIB – Banque Présentatrice :
 - Bertrand Peyrelongue, global head of M&A ;
 - Frédéric Galano, director Technology, Media & Telecom ;
 - François Armand, vice president, M&A.

- Société Générale – Banque Présentatrice :
 - Carl Bassili, senior banker ;
 - Stéphane Krief, managing director M&A ;
 - Emmanuel Menger.

Nos travaux ont été réalisés sur la base des documents communiqués par la Société et ses conseils et sur les informations communiquées lors d'entretiens portant notamment sur les points suivants :

- i) la présentation de l'opération envisagée et son contexte ;
- ii) les hypothèses structurantes du plan d'affaires et les diverses analyses de sensibilité à réaliser, s'agissant notamment de la valeur de l'Italie ;
- iii) les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres, notamment l'évolution de la dette entre le 31 décembre 2020 et le 30 juin 2021 et la réévaluation des participations dans les sociétés non consolidées ;
- iv) l'incidence des instruments dilutifs en circulation, les mécanismes de liquidité liés et les accords de réinvestissement ;
- v) les coûts d'investissement et notamment les coûts de renouvellement des fréquences selon les pays dans lesquels Iliad est implanté ;
- vi) la détermination du taux d'actualisation et du taux de croissance à l'infini.

Nos travaux ont principalement consisté à :

- i) prendre connaissance de l'activité et de l'historique de la Société, et de leur évolution depuis juin 2019 ;
- ii) étudier le contexte général de l'Offre et analyser les accords conclus dans le cadre de l'Offre ;

- iii) analyser la formation du chiffre d'affaires et des marges historiques de la Société et étudier l'évolution de sa situation financière ;
- iv) analyser les données financières prévisionnelles de la Société sur la base de son plan d'affaires couvrant les exercices 2021 à 2026 ;
- v) apprécier la rentabilité normative de la Société au-delà de l'horizon des prévisions ;
- vi) mettre en œuvre les méthodes d'évaluation des capitaux propres de la Société, jugées pertinentes au cas d'espèce ;
- vii) prendre connaissance des travaux d'évaluation mis en œuvre par les banques BNPP, CACIB et Société Générale afin de réaliser un examen critique ;
- viii) analyser les accords de réinvestissement et le mécanisme de liquidité ;
- ix) rédiger notre projet de rapport puis notre rapport final.

Le calendrier détaillé de nos travaux est présenté en annexe 7.1., étant précisé par ailleurs que nous n'avons reçu, à la date d'émission du présent rapport, aucune observation écrite émanant d'actionnaires minoritaires.

Pour accomplir notre mission, nous avons notamment utilisé les documents et informations qui nous ont été communiqués par la Société et par ses conseils. Il s'agit principalement :

- de la note d'information établie par Iliad concernant le projet d'offre publique d'achat simplifiée ;
- du projet de rapport d'évaluation et du rapport d'évaluation final des Banques Présentatrices, communiqués respectivement les 12 et 30 juillet 2021 ;
- du plan d'affaires 2021-2026 et de la présentation commentée dudit plan au Comité ad hoc du 12 juillet 2021 ;
- des documents de référence d'Iliad des exercices 2018 à 2020 ;
- du rapport financier semestriel au 30 juin 2021 ;
- du document de présentation aux investisseurs des résultats estimés du 1^{er} semestre 2021 du 30 juillet 2021 ;
- du détail des fréquences détenues par Iliad dans les différents pays couverts par l'opérateur, des dates de renouvellement de celles-ci et du coût estimé de ce renouvellement ;
- s'agissant des accords connexes :
 - du projet de traité d'apports en nature concomitants entre monsieur Xavier Niel et HoldCo d'une part, et HoldCo II d'autre part, concernant l'apport des actions Iliad à HoldCo II ;
 - des projets de traité d'apport en nature entre les dirigeants et managers (ou leur société) et HoldCo II, concernant l'apport des actions Iliad à HoldCo II ;
 - du projet de traité d'apport entre monsieur Xavier Niel et HoldCo concernant l'apport des actions HoldCo II reçues en rémunération ;
 - du calcul des ANR des sociétés HoldCo et HoldCo II et des tables de capitalisation résultant des apports envisagés ;
 - d'un contrat de promesses unilatérales de vente, communiqué à titre d'exemple, entre HoldCo et un actionnaire dirigeant concernant les actions HoldCo II que ce dernier détient dans le cadre du plan d'AGA⁶ mis en place par HoldCo II ;

⁶ AGA pour Attribution d'Actions Gratuites.

- d'un projet de promesse d'achat et de vente entre HoldCo et un dirigeant concernant les actions HoldCo II que ce dernier détient à la suite de l'apport de ses actions Iliad à l'Initiateur.
- du projet de contrat de liquidité relatif aux actions gratuites indisponibles et aux actions bloquées dans le cadre du PEG et du PEGI ;
- de la lettre d'offre indicative pour l'acquisition d'UPC Pologne ;
- enfin, des notes d'analystes auxquelles nous n'avions pas accès via notre fournisseur de données financières.

Nous avons principalement utilisé la base de données financières Eikon de Refinitiv (ex Thomson-Reuters) et les outils développés par le cabinet sous la marque Fairness Finance. Afin de compléter nos analyses, nous avons également collecté toute information de source publique dont l'exploitation nous a semblé pertinente, en ce compris les rapports annuels et les comptes consolidés de la Société. Enfin, nous avons examiné les rapports annuels et les notes d'analyse disponibles relatifs aux sociétés que nous avons étudiées dans le cadre de la recherche des échantillons de sociétés comparables.

Nos travaux ne consistaient pas à réaliser un audit ou un examen limité des comptes annuels ou des situations comptables au sens des normes d'exercice professionnel de la CNCC ou des normes internationales de l'IFAC.

S'agissant des prévisions financières communiquées par le management et sur lesquelles nous nous sommes basés, la direction d'Iliad nous a affirmé qu'elles correspondaient à sa vision du développement de la Société et, qu'à la date d'émission de notre rapport, elle n'a connaissance d'aucun élément susceptible de les remettre en cause.

Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence. Notre opinion est nécessairement fondée sur les conditions de marché, économiques et autres, telles qu'elles existent et telles qu'elles peuvent être actuellement anticipées, ainsi que sur les informations mises à notre disposition.

3 | PRESENTATION DU GROUPE ILIAD

3.1 Historique, activité et positionnement stratégique

3.1.1 Présentation du Groupe Iliad

Fondé en 1991 par Xavier Niel, le Groupe Iliad est un fournisseur intégré de télécommunications fixe et mobile qui compte, fin 2020, 42,7 millions d'abonnés en France, en Italie et en Pologne. Commercialisé sous la marque Free en France (principal contributeur à l'activité), le Groupe est devenu en vingt ans un acteur majeur du secteur, notamment grâce à une offre innovante et des prix attractifs.

Le Groupe a débuté son activité en France en tant que fournisseur d'accès à internet (FAI) bas débit en 1999 via le réseau téléphonique commuté. Il marque le secteur dans les années qui suivent en poursuivant une stratégie de rupture vis-à-vis des opérateurs concurrents avec la mise sur le marché, en avril 2001, du premier forfait « Free Telecom » puis surtout, avec le lancement en 2002, des premiers forfaits haut débit ADSL illimités et de la Freebox. En 2003, le Groupe lance les premières offres *triple play*, puis favorise le dégroupage de ses abonnés et met successivement sur le marché plusieurs générations de Freebox afin de développer les services associés. En 2012, le Groupe prend une nouvelle orientation stratégique majeure et décide d'investir le marché de la téléphonie mobile. Un accord de *roaming* avec Orange est signé qui lui permet d'offrir très rapidement une couverture nationale pendant la mise en place de son propre réseau, et de poursuivre une stratégie de rupture commerciale qui modifie profondément le paysage du secteur en France. Enfin, au cours des dernières années, le Groupe a amorcé un développement à l'international avec l'implantation en Italie en mai 2018, puis en Pologne en septembre 2020 avec l'acquisition de Play⁷.

Aujourd'hui, Iliad poursuit le déploiement de ses infrastructures réseaux ainsi que son développement commercial à travers ces 3 pays, en proposant :

- des offres fixes et mobiles en France et Pologne ;
- des offres mobiles en Italie, le développement des offres fixes étant prévu en 2021.

3.1.2 Consolidation du secteur : des marchés italiens et polonais à haut potentiel

3.1.2.1 Iliad Italia - Italie

Depuis mai 2018, Iliad est présent en Italie, à la suite de l'acquisition de fréquences 3G et 4G auprès de Wind et H3G⁸, principaux opérateurs mobiles du pays. Le Groupe a par la suite obtenu les droits d'utilisation de trois fréquences destinées au déploiement de la 5G, pour une valeur totale d'investissement de 1 193 m€⁹.

La stratégie d'acquisition de nouvelles parts de marché semble, jusqu'à présent, porter ses fruits, le nombre d'abonnés ayant presque triplé en moins de 3 ans (7,2 millions d'abonnés fin 2020 vs 2,8 fin 2018) et le nombre de sites actifs étant supérieur aux prévisions (6 100 sites allumés¹⁰ vs 5 000 envisagés initialement dans le plan Odysée 2024). Ces performances permettent de positionner Iliad comme le 4ème opérateur mobile italien, avec près de 9 % des parts de marché mobile.

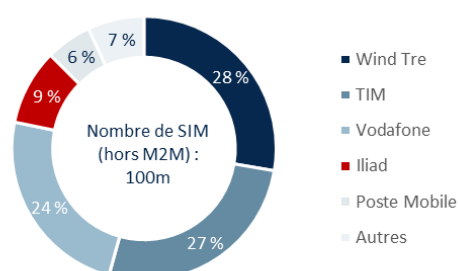
⁷ Premier opérateur en Pologne

⁸ Filiales italiennes respectives des groupes VimpelCom et Hutchison.

⁹ En automne 2018, dont 201m€ décaissés sur la période 2018-2021, le règlement du solde intervenant en 2022.

¹⁰ En 2020 : 6 100 sites allumés contre 7700 sites équipés.

Part de marché Iliad en Italie - Mobile

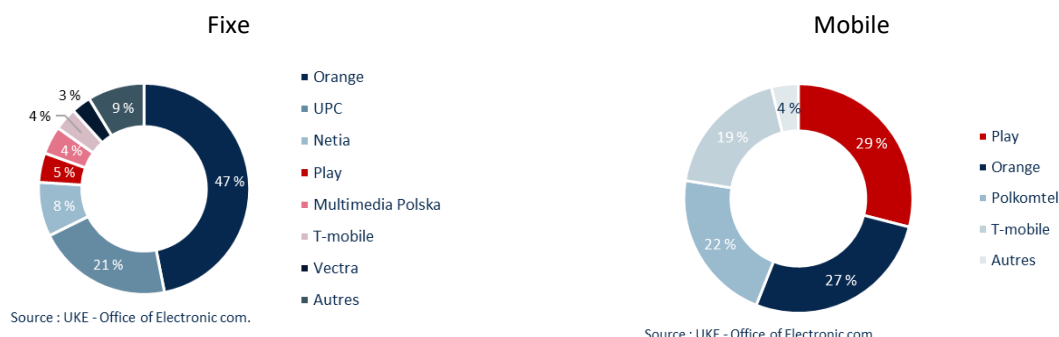


3.1.2.2 Play – Pologne

En septembre 2020, Iliad a annoncé procéder à une OPA amicale sur le premier opérateur mobile polonais, Play (opérateur créé en 2005 – 29 % de part de marché dans le mobile), avec l'acquisition sécurisée de 40,2 % du capital¹¹. Pour ce faire, Iliad s'est approché des deux actionnaires Olympia Development¹² et Novator Partners¹³. L'Opération a reposé sur un prix par action de 39 zlotys, soit une prime de 33 % sur le cours moyen pondéré 1 mois, et s'est finalisée par l'acquisition de 96,7 % du capital sur une valeur d'entreprise de 3,5 md€. Le Groupe a lancé, en décembre 2020, une procédure de retrait obligatoire sur le solde des actions.

Le succès de cette opération a permis à Iliad d'acquérir un portefeuille de 15 millions d'abonnés, sur un marché à fort potentiel, tant en termes de capacité et de taille que d'offre (marché intégré). Play a notamment lancé, au deuxième trimestre 2020, son offre haut débit avec pour cible 3,7 millions de foyers.

Part de marché Play en Pologne - Mobile et Fixe



3.1.2.3 Autres opérations de croissance externe

Hormis l'Italie et la Pologne, Iliad s'est positionné sur d'autres marchés clés, en France et à l'étranger.

Ainsi, en décembre 2017, le Groupe s'est implanté en République d'Irlande via la prise de participation minoritaire dans l'opérateur historique EIR pour 31,6 %, aux côtés de la société NJJ (holding privée de Xavier Niel) qui a acquis 32,9 % du capital. Iliad dispose d'une option d'achat exerçable en 2024 sur 80 % des parts de NJJ, qui porterait sa participation à 57,9 % du capital d'EIR et lui conférerait donc le contrôle de la société.

¹¹ Acquisition des parts des actionnaires Kenbourne Invest et Tollerton Investments.

¹² Société d'investissement de l'investisseur Panos Germanos

¹³ Novator Partners est un fonds spécialisé dans les entreprises dans le secteur des télécommunications, de la santé et des médias/technologies.

Le Groupe a par ailleurs entamé une diversification de son offre, en investissant le segment B2B, à travers l'acquisition de 75 % du capital¹⁴ de la société marseillaise Jaguar Network, spécialisée dans les services télécoms, d'hébergement et de cloud, permettant ainsi à Iliad de pénétrer un marché dominé par Orange, SFR et OVH. L'offre commerciale a été lancée en mars 2021.

3.1.3 Des performances résilientes face à la crise du Covid-19

La crise sanitaire a eu des impacts contrastés sur le secteur des télécommunications, que les performances d'Iliad reflètent à la fois par activité et par zone géographique.

Le segment mobile a pâti des confinements et de la fermeture des frontières, avec notamment des revenus de *roaming* moindres engendrés par l'absence de tourisme (-21 % de trafic de données à l'étranger vs +60 % en 2019). Les revenus annexes sur les équipements ont également baissé, en lien avec la fermeture des points de vente. Le marché italien a été le plus exposé aux effets de la crise sanitaire, le mix activité du Groupe étant concentré sur le segment mobile.

Le segment fixe a, quant à lui, peu subi la crise sanitaire voire a bénéficié d'un effet d'aubaine en raison de la forte hausse des volumes de données échangées. Cet impact s'inscrit dans la tendance de forte croissance du fixe et des abonnements FTTH (+1m. d'abonnés fibre entre décembre 2019 et 2020 vs +500k prévu dans le plan Odyssée 2024).

3.1.4 Poursuite du déploiement des infrastructures télécom et croissance externe

3.1.4.1 France : repositionnement plus haut de gamme et effort de maillage

Le Groupe Iliad a enregistré en 2020 un retour à la croissance en France. Ces performances sont notamment liées à la Fibre (Free a enregistré en 2021 sa meilleure performance annuelle en termes de gain d'abonnés Fibre sur la partie fixe en 2021) et la 4G/5G (les abonnements mobiles illimités représentent désormais 64 % de la base d'abonnés).

Progression de l'offre à valeur ajoutée et hausse de l'ARPU¹⁵ :

Afin de se différencier de ses concurrents sur un marché mature, Iliad entreprend depuis plusieurs années une diversification de son offre vers des prestations à valeur ajoutée, avec notamment la fibre sur le segment fixe. A fin décembre 2020, la base d'abonnés fibre s'élève ainsi d'après le rapport de gestion à 2,8 millions, le taux d'adoption étant en hausse de 14,5 points par rapport à 2019, à 41,7 % (soit une pénétration supérieure à celle du marché, qui se situe à 40 % du fixe¹⁶).

En juillet 2020, Iliad a lancé la Freebox Pop qui vise à améliorer la réception WIFI au sein du foyer grâce à un répéteur, portant à quatre les offres de Freebox sur le marché (dont 2 pour la Freebox Delta).

En 2020, 6 millions de prises commercialisables supplémentaires ont été ajoutées. Iliad a, par ailleurs, revu ses objectifs à la hausse en termes de déploiement ; l'objectif des 30 millions prévu dans le plan Odyssée 2024 devrait être atteint dès 2022.

Sur le segment mobile, le Groupe se concentre sur les abonnements mobiles illimités 4G/5G qui représentent désormais 64 % de la base d'abonnés contre 61,4 % en 2019, soit un gain de 386 000 abonnés. A l'inverse, les forfaits plus traditionnels tels que le forfait voix poursuivent leur décroissance.

Iliad souhaite appliquer une politique d'expansion et d'amélioration de son offre mobile, avec notamment l'utilisation du spectre supplémentaire 2,1 GHz pour la 4G, devant permettre une augmentation de la capacité de couverture de l'ordre de 22 %¹⁷.

¹⁴ Après d'un fonds Naxicap, le solde du capital restant détenu par son fondateur.

¹⁵ Pour *Average Revenue Per User*, revenu moyen mensuel par utilisateur.

¹⁶ La technologie FTTH représente à fin septembre 2020 89 % du Très Haut Débit, lui-même comptant pour 45 % du fixe.

¹⁷ Cf. présentation des résultats Q1 2021.

millions	2017	2018	2019	2020	Var. 2018/2017	Var. 2019/2018	Var. 2020/2019
Nombre d'abonnés mobiles	13,7	13,4	13,3	13,4	(1,9)%	(1,0)%	0,5 %
dont forfait Free 4G / 5G illimité	7,1	7,8	8,2	8,6	10,2 %	5,1 %	4,7 %
dont forfait Voix	6,6	5,7	5,1	4,8	(14,7)%	(9,2)%	(6,3)%
Nombre d'abonnés fixes	6,5	6,4	6,5	6,7	(1,4)%	0,5 %	4,1 %
dont Fibre	0,6	1,0	1,8	2,8	76,8 %	79,0 %	59,3 %
Nombre total d'abonnés France	20,2	19,9	19,8	20,1	(1,7)%	(0,5)%	1,6 %

Source : rapports annuels

Accélération du déploiement de la couverture mobile :

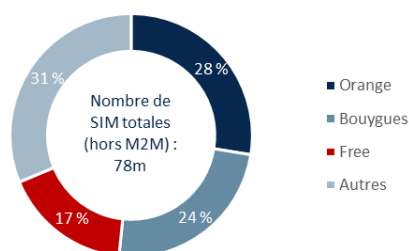
L'année 2020 a été marquée par :

- L'ouverture de 2 300 nouveaux sites 3G ; le Groupe dispose désormais de 19 385 sites et couvre 98,7 % du territoire national ;
- La poursuite du déploiement en 4G avec plus de 8 000 nouveaux sites lui permettant de densifier la couverture 4G qui est passée de 92,5 % en mars 2019 à 98,3 % en 2020.

Le maillage territorial devrait se poursuivre pour le Groupe avec notamment :

- Le développement de la 5G : en 2020, l'ARCEP a attribué les fréquences 5G permettant au groupe d'élargir son portefeuille de fréquence (Iliad a obtenu 23 % des fréquences disponibles dans le cadre de cette procédure). Le développement de la 5G offre une nouvelle opportunité de croissance pour le Groupe, qui s'est fixé un objectif de 80 % de sa base d'abonnés couverte d'ici fin 2021. Cette progression est rendue possible par une stratégie d'extension des zones éligibles (installation de basses fréquences à 700 MHz) et également par une augmentation de la puissance en zones déjà couvertes (moyennes fréquences à 3,5 GHz) ;
- La réattribution de fréquences par l'ARCEP : en 2021 et 2025, l'ARCEP va réattribuer certaines fréquences entre les différents opérateurs présents sur le marché français. Cette procédure vise à rééquilibrer l'attribution des bandes de fréquences entre les opérateurs et devrait donc être favorable à Iliad.

Part de marché Iliad en France – Mobile (SIM hors M2M)



Signature de partenariats stratégiques dans le fixe :

Les objectifs fixés par le Gouvernement dans le plan « France Très Haut Débit » visent à garantir un accès haut débit pour tous d'ici fin 2022 et le très haut débit pour tous d'ici fin 2025. L'Arcep contrôle ainsi le déploiement des réseaux FTTH, notamment en dehors des zones dites très denses, prévoyant la construction de points de mutualisation et la complétude des déploiements des réseaux FTTH.

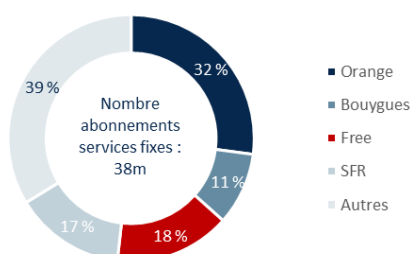
Fin 2020, le parc de prises raccordables FTTH mises en place par le Groupe, s'établit à 19,9 millions (contre 13,9 millions en 2019), le nombre d'abonnés s'élevant à près de 2,8 millions soit une hausse de 1 million d'abonnés. Cette dynamique est notamment liée à l'ouverture de la commercialisation des offres FTTH en dehors des Zones Très

Denses. La stratégie du Groupe est d'atteindre les 5 millions d'abonnés fibre avec 30 millions de prises FTTH commercialisables dès 2022 (vs 2023 prévu dans le plan Odyssée 2024).

Afin de poursuivre ses investissements et d'atteindre les objectifs de maillage du territoire (fixe et mobile) ainsi que le déploiement de la 5G, le Groupe a conclu deux partenariats stratégiques. Le premier avec le groupe espagnol Cellnex Telecom et le second avec InfraVia, un fonds d'investissement français spécialisé dans les infrastructures :

- En décembre 2019, Iliad a finalisé la vente pour 2 md€ de son activité de gestion et de commercialisation de ses infrastructures passives de télécommunications mobiles en France et en Italie. Cellnex a ainsi pris (i) 70 % dans *On Tower France*, société qui exploite, gère et commercialise 5 700 pylônes en France et (ii) 100 % de la société qui exploite, gère et commercialise 2 200 tours télécoms en Italie. Iliad utilise désormais ces infrastructures exploitées et commercialisées par Cellnex ;
- En février 2020, Iliad a finalisé un partenariat avec Infravia et a cédé 51 % de la société IFT sur la base d'une valeur d'entreprise d'environ 600 m€. Ce partenariat permettra à Iliad d'accélérer le déploiement de la fibre dans les zones de faible et moyenne densité.

Part de marché Iliad en France – Fixe (nombre d'abonnements)



3.1.4.2 Italie : le renforcement de l'activité mobile avant le déploiement de l'activité fixe

Depuis le 29 mai 2018, date du lancement de son offre mobile en Italie, le Groupe poursuit son développement en Italie ; le chiffre d'affaires d'Iliad Italia s'établit à 674 m€ en décembre 2020 contre 427 m€ en décembre 2019.

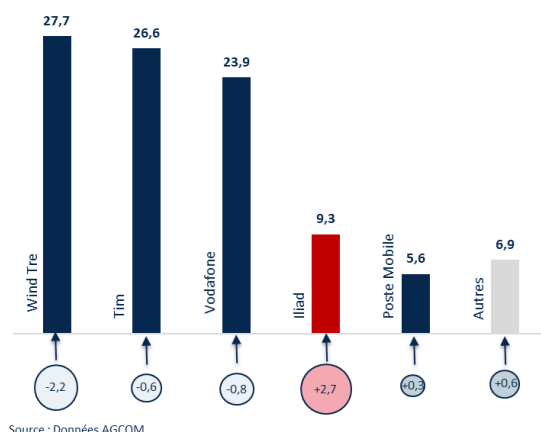
Ces évolutions sont principalement liées :

- au développement commercial permettant à Iliad Italia d'atteindre 7,2 millions d'abonnés mobile (et 9 millions de cartes SIM hors M2M, voir graphique ci-dessous), soit une part de marché de 9 %. Iliad Italia poursuit notamment le développement de son réseau de distribution au travers de 18 boutiques, 1 000 bornes de distribution de cartes SIM et 500 boutiques partenaires ;
- à l'effort de déploiement du réseau mobile : le réseau du Groupe atteint 7 700 sites fin 2020 contre 4 000 sites fin 2019. Iliad Italia a ainsi dépassé ses objectifs de déploiement en Italie initialement prévus à 5 000 sites dans le plan Odyssée 2024. Le déploiement des infrastructures repose en partie sur le partenariat conclu avec Cellnex en décembre 2019, qui porte sur 2 185 sites ainsi qu'un contrat de prestation d'accueil et de services. Iliad a par ailleurs revu ses objectifs en hausse en termes de déploiement ; l'objectif des 10 000 à 12 000 sites devrait être atteint dès 2023 (contre 2024 prévu initialement dans le plan Odyssée 2024).

Le résultat opérationnel courant ressort toutefois négatif à -415m€ contre -417m€ en 2019, principalement en raison des charges d'amortissement des éléments de réseau.

Par ailleurs, l'objectif du Groupe est d'atteindre un EBITDAaL positif sur l'ensemble de l'année.

Part de marché mobile en Italie - cartes SIM hors SIM Machine to Machine (M2M)



Evolution par rapport à décembre 2019



Nombre de SIM (hors M2M) décembre 2020

Les perspectives de développement à court terme reposent sur :

- des offres mobiles 5G : en décembre 2020, le Groupe a lancé une offre à 9,99€/mois avec appels illimités, SMS illimités et 70 Go/mois d'internet ;
- le développement d'offres fixes : en juillet 2020, Iliad et Open Fiber ont annoncé la signature d'un partenariat stratégique permettant à Iliad d'accéder au réseau fixe installé par la filiale d'Enel en Italie. Les offres commerciales devraient être lancées après l'été 2021.

3.1.4.3 Pologne : achat stratégique d'un opérateur rentable

En novembre 2020, le Groupe Iliad a fait l'acquisition de Play en Pologne dans l'optique de poursuivre son développement à l'international. Cet achat, réalisé sur une valeur d'entreprise de 3,5 md€ permet à Iliad d'acquérir un portefeuille de 15 millions d'abonnés mobile, soit une part de marché de 29 % en Pologne.

Créé depuis 2007, l'opérateur Play dispose d'un portefeuille de fréquence 2G, 3G et 4G. En 2020, Play a poursuivi l'extension de son réseau mobile en ajoutant 932 nouveaux sites soit une couverture de 99,6 % de la population en 2G et 3G, 91,8 % en 4G. Enfin, Play a obtenu des fréquences 5G permettant une couverture de 13 % de la population.

A l'instar de la France et de l'Italie, Play a conclu en octobre 2020 un partenariat stratégique avec Cellnex. Cet accord signé en avril 2021, prévoit la cession de 60 % de la société qui a vocation à exploiter, gérer et commercialiser les infrastructures de Play (plus de 7 000 sites). Cette opération a permis à Play de percevoir 800 m€.

Le Groupe Iliad a par ailleurs annoncé la construction de 5 000 sites supplémentaires et la volonté de développer une infrastructure fixe sur le marché polonais (de manière organique ou par acquisition).

A fin décembre 2020, le chiffre d'affaires de Play s'élève à 7,2 milliards de zlotys, soit environ 1,6 md€, en hausse de 1,7 % par rapport à décembre 2019. Cette croissance est notamment liée à :

- l'acquisition en 2020 de Virgin Mobile (+ 200 000 unités prépayés). Sans cette croissance externe, la base d'abonnés prépayés aurait diminué de 82 000 unités ;
- la hausse de l'ARPU facturé aux abonnés ayant des contrats prépayés (+1,5 %, soit +6 PLN).

Le résultat opérationnel courant est positif et s'élève à 1 585 millions de zlotys, soit 344 m€.

3.2 Analyse historique des comptes publiés

3.2.1 Évolution des résultats

Les résultats consolidés du Groupe sont présentés dans le tableau ci-après, à compter de l'exercice 2016 :

m€	2016	2017	2018	2019	2020	S1 2020	S1 2021
Chiffre d'affaires	4 722	4 987	4 891	5 332	5 871	2 784	3 722
Variation sur un an	7,0 %	5,6 %	(1,9)%	9,0 %	10,1 %	6,8 %	33,7 %
Achats consommés	(2 323)	(2 357)	(2 129)	(2 083)	(2 013)	(1 014)	(1 293)
Marge brute	2 399	2 630	2 762	3 249	3 858	1 770	2 429
En % du CA	50,8 %	52,7 %	56,5 %	60,9 %	65,7 %	63,6 %	65,3 %
Charges externes	(342)	(417)	(579)	(526)	(654)	(297)	(447)
Autres produits/(charges)	(7)	(20)	(20)	(36)	15	(11)	146
Dot. aux amort. de droits d'utilisation (IFRS 16)	-	-	-	(528)	(737)	(315)	(355)
Valeur ajoutée	2 050	2 194	2 163	2 159	2 482	1 147	1 773
En % du CA	43,4 %	44,0 %	44,2 %	40,5 %	42,3 %	41,2 %	47,6 %
Impôts et taxes	(82)	(108)	(97)	(104)	(117)	(79)	(102)
Frais de personnel	(243)	(256)	(285)	(292)	(335)	(160)	(225)
EBE	1 725	1 830	1 781	1 763	2 030	909	1 446
En % du CA	36,5 %	36,7 %	36,4 %	33,1 %	34,6 %	32,6 %	38,9 %
Dotation nettes au provisions	(50)	(54)	(26)	(109)	(73)	(32)	(48)
EBITDAaL	1 676	1 777	1 755	1 654	1 957	877	1 398
En % du CA	35,5 %	35,6 %	35,9 %	31,0 %	33,3 %	31,5 %	37,6 %
Rémunérations en actions	(2)	(4)	(14)	(27)	(37)	(18)	(21)
Dot. aux amortissements & dépré. hors IFRS16	(930)	(911)	(1 051)	(1 183)	(1 364)	(640)	(798)
EBITaL	744	862	690	444	556	219	579
En % du CA	15,8 %	17,3 %	14,1 %	8,3 %	9,5 %	7,9 %	15,6 %
Autres produits/(charges)	(4)	(1)	(10)	1 683	257	231	(45)
Résultat opérationnel (RO)	740	861	680	2 127	813	450	535
En % du CA	15,7 %	17,3 %	13,9 %	39,9 %	13,8 %	16,2 %	14,4 %
Coût de l'endettement fi. net	(44)	(28)	(46)	(69)	(94)	(39)	(90)
Intérêts de dette locative (IFRS 16)	-	-	-	(35)	(134)	(61)	(84)
Autres charges financières	(48)	(63)	(42)	(39)	(35)	(19)	(44)
Résultat financier	(92)	(91)	(88)	(143)	(263)	(120)	(218)
Résultat avant impôts (RAI)	648	770	592	1 984	550	330	317
En % du CA	13,7 %	15,4 %	12,1 %	37,2 %	9,4 %	11,9 %	8,5 %
Impôt y.c. CVAE	(246)	(366)	(239)	(245)	(216)	(135)	(86)
En % du RAI hors CVAE	(34,7)%	(44,7)%	(36,9)%	(10,6)%	(34,1)%	(40,9)%	(27,3)%
Résultat net des sociétés intégrées	402	404	353	1 739	334	195	230
Résultat des SME	1	1	(23)	(13)	86	13	12
Résultat net consolidé	403	405	330	1 726	420	208	242
Quote-part des minoritaires	(2)	(7)	(7)	(7)	7	0	5
Résultat net pdg	401	398	323	1 719	427	208	247
Nombre d'actions à la clôture x10 ³	58 837	59 033	59 046	59 162	59 311	59 162	59 326
BNPA avant dilution (€)	6,82	6,74	5,47	29,06	7,20	3,52	4,17

Source : Rapports annuels, rapports semestriels

Après un ralentissement de la croissance d'activité subi en 2017 et 2018, celle-ci atteint +9 % en 2019, +10 % en 2020 (+6,36 % en croissance organique) et +34 % entre le S1 2021 et le S1 2020 (+4,9 % en croissance organique), notamment portée par la forte dynamique enregistrée en Italie (+58 % de CA en 2020, +23 % entre le S1 2021 et le S1 2020) et la croissance externe engagée par le Groupe en Pologne avec l'acquisition de Play en 2020 contribuant

à hauteur de 200m€ au CA 2020¹⁸ et pour 801 m€ au CA du S1 2021. Le chiffre d'affaires France est en hausse de +1,9 % en 2020 et de +2,5% entre le S1 2021 et le S1 2020, en lien avec :

- une progression de la base d'abonnés fixe (+262k abonnés en 2020, +3,6 % de chiffres d'affaire entre le S1 2021 et le S1 2020) portée par la dynamique actuelle sur la fibre ;
- une augmentation du CA mobile (+3,6 % en 2020, +0,7% entre le S1 2021 et le S1 2020) provenant notamment d'une conversion favorable sur le forfait 4G/5G illimitée ;

m€	2018	2019	2020	S1 2020	S1 2021
Service fixe	2 631	2 640	2 695	1 318	1 365
Service mobile	1 936	2 049	2 123	1 127	1 135
Dont facturé aux abonnés	1 498	1 636	1 711	n.c	n.c
Autres	209	229	194	35	46
Eliminations France	(8)	(6)	(7)	(4)	(8)
Chiffre d'affaires France	4 768	4 912	5 005	2 475	2 538
Chiffre d'affaires Italie	125	427	674	312	383
Chiffre d'affaires Pologne	-	-	200	-	801
Eliminations Groupe	(2)	(6)	(8)	(3)	(0)
Chiffre d'affaires consolidé	4 891	5 332	5 871	2 784	3 722

Source : Rapports annuels, rapports semestriels

La rentabilité est également en amélioration avec un taux d'EBITDAaL¹⁹ en croissance de 2,3 points en 2020 pour atteindre 33,3 % (37,6 % au S1 2021), traduisant un mix d'activités plus favorable en termes de marge (croissance du CA mobile et fixe), une diminution des charges d'itinérances liée à la diminution du tourisme impacté par la crise sanitaire COVID-19, ainsi que des économies de charges liées à la croissance du parc d'abonnés fibre.

m€	2018	2019	2020	S1 2020	S1 2021
France B2C	n.c	1 893	2 015	958	1 017
France B2B	n.c	12	6	3	3
Autres	n.c	2	-	-	-
EBITDAaL France	1 807	1 907	2 021	962	1 020
EBITDAaL Italie	(52)	(253)	(133)	(84)	6
EBITDAaL Pologne	-	-	70	-	373
EBITDAaL consolidé (avant intérêts IFRS 16)	1 755	1 654	1 957	877	1 398
Indicateurs clés :					
Marge d'EBITDAaL France (% CA)	37,9 %	38,8 %	40,4 %	38,9 %	40,2 %
Marge d'EBITDAaL Italie (% CA)	(41,6)%	(59,3)%	(19,7)%	(26,8)%	1,6 %
Marge d'EBITDAaL Pologne (% CA)	-	-	35,0 %	-	46,5 %
Marge d'EBITDAaL consolidé (%)	35,9 %	31,0 %	33,3 %	31,5 %	37,6 %

Source : Rapports annuels, rapports semestriels

Malgré une croissance de chiffre d'affaires soutenue en 2020 et au S1 2021, les activités transalpines atteignent tout juste une marge d'EBITDAaL positive au S1 2021 (perte de 133 m€ en 2020, EBITDAaL positif de 6 m€ au S1 2021). A l'inverse, les activités polonaises sont déjà rentables et dégagent un EBITDAaL de 70 m€²⁰ sur la période de consolidation, démarrant le 18 novembre 2020 et de 373 m€ au S1 2021.

¹⁸ Contribution au chiffre d'affaires à la suite de l'intégration de Play dans les comptes du Groupe Iliad à partir du 18 novembre 2020. La contribution proforma de Play si l'intégration avait eu lieu le 1^{er} janvier 2020 se serait élevée à 1 611 m€.

¹⁹ A la suite de l'application de la norme IFRS 16 sur la comptabilisation des loyers, il est présenté un EBITDAaL pour les exercices 2019 et 2020 afin de permettre la comparaison avec les EBITDA des exercices antérieurs. L'EBITDAaL correspond chez Iliad au résultat opérationnel courant augmenté des dotations aux amortissements hors celles relatives à l'actif de droit d'utilisation comptabilisées au titre d'IFRS 16 et des charges calculées liées aux rémunérations en actions. Alors que certaines sociétés intègrent dans l'EBITDAaL la charge d'intérêts théorique des dettes locatives, Iliad classe cet agrégat en résultat financier.

²⁰ La contribution proforma de Play si l'intégration avait eu lieu le 1^{er} janvier 2020 se serait élevée à 539 m€.

En synthèse, malgré une intensité concurrentielle marquée sur le secteur des télécom, le chiffre d'affaires est systématiquement en croissance sur la période historique et les marges opérationnelles délivrées par le Groupe en 2020 ont été résilientes malgré la crise COVID-19. Dépouillé des autres produits et charges non-récurrents, particulièrement significatifs en 2019 avec la plus-value sur la cession des 70 % d'OTF à Cellnex, le résultat net part du groupe est en amélioration de 134 m€ en 2020.

Le début d'année 2021 est marqué la progression de la base d'abonnés fixe et des abonnés mobile et le lancement de *Free Pro*, marque dédiée au segment B2B, combinant une offre fixe et une offre mobile. L'EBITDAaL est en hausse de 59,5 % par rapport au S1 2020 à 1,40 md€ dont 26,6 % sont attribuables aux activités polonaises ; le complément de cette croissance de marge provient principalement du passage à une rentabilité positive en Italie, une amélioration de l'ARPU ainsi que la poursuite de la baisse des charges de *roaming*.

3.2.2 Évolution des flux de trésorerie

Les différentes composantes du tableau de financement sont présentées ci-dessous :

Tableau de financement en m€	2016	2017	2018	2019	2020	S1 2021
Résultat net (y compris intérêts minoritaires)	403	405	330	1 726	420	242
Dotations nettes s/ amort., dépré., provisions	883	907	1 044	1 983	2 020	1 137
Plus et moins-value de cession	(10)	(3)	(1)	(1 969)	(324)	(151)
Autres produits et charges calculés	37	49	2	99	140	98
Autres	1	7	33	34	(64)	2
CAF après coût de l'endettement financier et impôt	1 314	1 364	1 408	1 873	2 192	1 328
Coûts de l'endettement financier net	44	28	46	68	94	90
Charge d'impôts (y compris impôts différés)	246	366	239	245	216	86
CAF avant coût de l'endettement financier et impôt	1 604	1 758	1 693	2 186	2 502	1 505
Impôts versés	(239)	(334)	(306)	(340)	(344)	(163)
Variation du BFR lié à l'activité	26	(75)	31	(106)	(53)	(57)
Flux net de trésorerie généré par l'activité	1 390	1 349	1 418	1 740	2 105	1 285
Acquisitions d'immobilisations incorp. et corp.	(1 777)	(2 068)	(2 447)	(2 243)	(2 017)	(1 083)
Cessions d'immobilisations incorp. et corp.	10	12	21	16	2	1
Acquisitions d'immobilisations financières	-	-	-	-	-	(49)
Var. périmètre : acquisition de filiales, ajust. de prix	(3)	(21)	(392)	(179)	(2 127)	-
Dividendes reçus (SME, titres non-consolidés)	-	-	-	-	153	6
Variation des prêts et avances consenties	0	(18)	10	(11)	(9)	(11)
Décassement droits au bail	-	-	-	(4)	(1)	-
Encaiss. / Décaiss. sur actifs détenus en vue de cess.	10	3	5	1 791	150	974
Flux de trésorerie liés aux opérations d'investiss.	(1 761)	(2 091)	(2 803)	(630)	(3 849)	(162)
Augmentation de capital	-	-	-	-	1 390	34
Réduction de capital	-	-	-	-	(1 400)	-
Exercice de stock-options	10	18	6	25	10	1
Rachats / reventes actions propres	(16)	(3)	(35)	(66)	1	(83)
Dividendes versés	(24)	(26)	(40)	(59)	(152)	(177)
Encaissements liés aux nouveaux emprunts	547	847	1 528	1 135	3 864	3 884
Remboursements d'emprunts	(574)	(88)	(86)	(68)	(1 955)	(3 374)
Remboursements dettes locatives	-	-	-	(590)	(749)	(390)
Intérêts financiers nets versés	(55)	(26)	(30)	(55)	(80)	(72)
Intérêts sur dettes locatives versés	-	-	-	(15)	(91)	(34)
Flux de trésorerie lié aux opération de financement	(112)	721	1 343	307	838	(210)
Incidence des variations des cours des devises	0	(0)	-	-	-	(1)
Variation de la trésorerie nette des concours banc.	(483)	(21)	(42)	1 417	(906)	912

Source : Rapports annuels, rapports semestriels

Comme indiqué supra, l'activité a généré 2,1 md€ de flux de trésorerie opérationnels au titre de l'exercice 2020, soit en amélioration de l'ordre de +21 % par rapport à 2019, la performance opérationnelle française absorbant davantage les pertes dégagées en Italie.

Ce flux de trésorerie a été utilisé pour financer le plan d'investissement du Groupe : en France, l'extension de la couverture géographique en fibre avec le déploiement de 6 millions de prises raccordables complémentaires, le raccordement à plus de 1 million de nouveaux abonnés, l'ouverture d'environ 6 100 sites en 700 MHz ainsi que le développement du réseau mobile a engendré un décaissement de 1,3 md€. La tendance est similaire en Italie où l'extension du réseau et l'accélération de l'activation de nouveaux sites au fil de l'année a nécessité des dépenses à hauteur de 512 millions d'euros. D'autres décaissements complémentaires ont été supportés tels que ceux relatifs aux opérations réalisées avec InfraVia, Cellnex (dans le cadre du programme de *build-to-suit* détaillé infra), ainsi que l'entrée au capital dans la JV au Caraïbes. Enfin, le Groupe a acquis l'opérateur polonais Play pour un prix de 2,2 md€.

Le besoin de trésorerie non-couvert par la capacité d'autofinancement a été absorbé par un recours à l'endettement (voir évolution de la situation bilantielle, infra) ; en synthèse, le Groupe a bénéficié de 3,9 md€ d'encaissements sur nouveaux emprunts et émissions d'obligations, partiellement compensés par des remboursements d'emprunts pour 1,9 md€.

Le Groupe a ainsi clôturé l'exercice 2020 avec une trésorerie disponible de 686 millions d'euros, en retrait de 906 millions d'euros.

En mai 2021, le Groupe a annoncé son intention d'accélérer son programme d'investissement 5G et à ce titre, a suspendu son objectif 2021 initial de cash-flow opérationnel pour la France hors BtoB de 900 m€ afin d'allouer une partie des futurs produits de la cession envisagée de la participation des 30 % restants de *On Tower France* à son plan d'investissement 5G.

Sur le premier semestre 2021, l'activité du Groupe a générée flux de trésorerie net de +1,3 md€ qui a notamment permis l'absorption de dépenses d'investissements pour environ 1,1 md€, majoritairement imputables au marché français (impact de 0,8 md€). Au 1^{er} semestre 2021, le Groupe a également encaissé le produit de la vente de 60% des actions *On Tower Poland* à Cellnex pour +0,8 md€ et a levé avec succès un nouvel emprunt obligataire pour un montant total de 1,3 md€, qui lui a permis de rembourser la totalité du crédit relais mis en place dans le cadre de l'acquisition de Play. En synthèse, le Groupe a généré flux de trésorerie nette positif de 912 millions d'euros au titre du premier semestre 2021.

3.2.3 Évolution de la situation bilancielle

En 2020, la situation nette est principalement marquée par les effets bilanciers liés à l'acquisition de l'intégralité des titres de l'opérateur polonais Play en novembre 2020 pour un prix de 2,2 md€ (qui correspond à une valeur d'entreprise à 100 % de 3,5 md€). A ce titre, un goodwill provisoire a été enregistré dans l'attente de la réalisation des travaux de valorisation des actifs et passifs repris, ainsi que l'allocation du prix d'acquisition ; celui-ci a été partiellement ajusté au 30 juin 2021 afin de tenir compte, principalement, de la plus-value des actifs d'infrastructures passives mobiles cédés à la société Cellnex le 31 mars 2021.

Par ailleurs, le Groupe a renforcé son portefeuille de fréquences, notamment en France à la suite de l'autorisation par l'Arcep en date du 12 novembre 2020 d'utiliser 70 MHz dans la bande 3 490 – 3 800 MHz afin de mettre en place et exploiter un réseau radioélectrique mobile 5G pour une durée renouvelable de 15 ans ; la licence correspondante est enregistrée en comptabilité à une valeur de 499 m€. A la suite de l'acquisition de Play, Iliad détient aussi un portefeuille de fréquences en Pologne pour une valeur comptable de 325 m€.

Bilan fonctionnel actif en m€	déc-16	déc-17	déc-18	déc-19	déc-20	juin-21
Goodwill	215	215	215	294	2 437	1 501
Autres immobilisations incorporelles	3 242	2 707	3 938	3 729	4 543	4 560
Immobilisations corporelles	3 761	4 429	5 358	8 113	9 941	11 012
(-) Fournisseurs d'immobilisations (fréquences)	(1 475)	(694)	(1 544)	(1 304)	(1 355)	(1 346)
Immobilisations d'exploitation nettes	5 743	6 656	7 967	10 832	15 566	15 727
Stocks	14	31	90	86	84	89
Créances clients	453	492	652	560	946	906
Autres actifs courants	242	234	354	570	1 055	1 113
(-) Passif circulant	(1 808)	(1 620)	(1 880)	(1 854)	(2 752)	(3 043)
BFR d'exploitation	(1 099)	(864)	(784)	(638)	(667)	(935)
Actif d'exploitation	4 644	5 792	7 183	10 194	14 899	14 791
Immobilisations financières	33	52	368	1 043	1 410	1 412
Actifs nets des passifs en vue d'être cédés	21	20	15	563	380	819
Dont actifs <i>Build-to-suit</i> (BTS)	-	-	-	110	173	187
Autres actifs non-courants	11	21	81	205	336	380
Actifs hors exploitation	66	93	464	1 811	2 126	2 611
Actif économique	4 710	5 887	7 647	12 005	17 025	17 402

Source : Rapports annuels, rapports semestriels

Il convient de noter que l'augmentation du montant des actifs corporels entre 2018 et 2019, est biaisée par l'application de la norme comptable IFRS 16, qui engendre la reconnaissance d'un actif de droit d'usage de 2,9 md€ en 2019, 3,4 md€ en 2020 et 4,0 md€ en 2021 en lieu et place d'une charge de loyer dans le compte de résultat.

En moyenne sur la période historique, les acquisitions (y compris fréquences, hors variations de périmètres) s'établissent à 1,9 md€ en valeur brute et se détaillent comme suit :

Acquisitions en m€	2016	2017	2018	2019	2020	S1 2021
France	472	257	263	27	103	-
Italie	-	271	342	225	55	39
Acquisitions fréquences	472	528	605	252	158	39
Acquis. hors fréquences - France B2C	n.c	n.c	n.c	1 588	1 279	n.c
Acquis. hors fréquences - France B2B	n.c	n.c	n.c	19	33	n.c
Acquisitions hors fréquences - France	1 286	1 482	1 555	1 607	1 312	765
Acquisitions hors fréquences - Italie	-	43	261	369	512	199
Acquisitions hors fréquences - Pologne	-	-	-	-	34	110
Acquisitions hors fréquences	1 286	1 525	1 816	1 976	1 858	1 074
Acquisitions totales (corporelles + incorporelles)	1 758	2 053	2 421	2 228	2 016	1 113

Source : Rapports annuels, informations du Management

L'analyse de la situation nette montre également la récente mise en équivalence de titres de *On Tower France* depuis décembre 2019 à la suite de la cession de 70 % des titres à Cellnex pour 1,4 md€. En 2020, le Groupe a cédé à Infravia une participation majoritaire de la société IFT²¹ (51 % des titres) sur la base d'une valeur d'entreprise d'environ 600 millions d'euros.

En mai 2019, Iliad et Cellnex ont conclu un accord d'accès et de service à long terme dit *build-to-suit* (ci-après BTS), prévoyant un programme d'édification de tours, pour lesquelles Iliad a la charge de la construction. Ces actifs sont ensuite destinés à être cédés aux TowerCo en France, Italie et Pologne, expliquant ainsi l'augmentation du poste correspondant dans les états financiers à partir de 2019. Compte tenu du roulement anticipé de ces opérations sur les prochaines années, nous avons intégré les flux correspondants dans les prévisions de BFR (cf. §4.1.2).

Le récent financement des opérations de déploiement de réseaux et la croissance externe en Pologne ont été largement réalisés par voie d'endettement, coïncidant ainsi avec l'augmentation de l'endettement financier net (hors IFRS 16) supporté par le Groupe au passif de son bilan, qui est passé de 4,0 md€ à fin décembre 2018 à 7,7 md€

²¹ Société dédiée à la gestion de la fibre optique (FTTH) dans zones moyennement et peu denses.

à fin décembre 2020. Le gain de trésorerie de l'activité sur le premier semestre 2021 permet d'inverser la tendance en juin 2021, avec un endettement net en retrait de 0,4 m€.

Bilan fonctionnel passif en m€	déc-16	déc-17	déc-18	déc-19	déc-20	juin-21
Capitaux propres	3 002	3 374	3 606	3 831	5 503	5 569
Provisions	49	44	37	320	248	261
Dette financière brute comptable	1 881	2 665	4 164	5 203	8 433	8 987
Dette liée à l'OPRA propres	-	-	-	1 400	-	-
(-) Trésorerie comptable	(239)	(216)	(181)	(1 593)	(686)	(1 604)
Endettement net (hors IFRS 16)	1 643	2 449	3 983	5 010	7 747	7 383
Passif de droit d'utilisation (IFRS 16)	-	-	-	2 806	3 432	4 093
Endettement net (y compris IFRS 16)	1 643	2 449	3 983	7 816	11 179	11 476
Autres dettes non-courantes	16	19	21	38	95	95
Capitaux engagés	4 710	5 887	7 647	12 005	17 025	17 402

Source : Rapports annuels, rapports semestriels

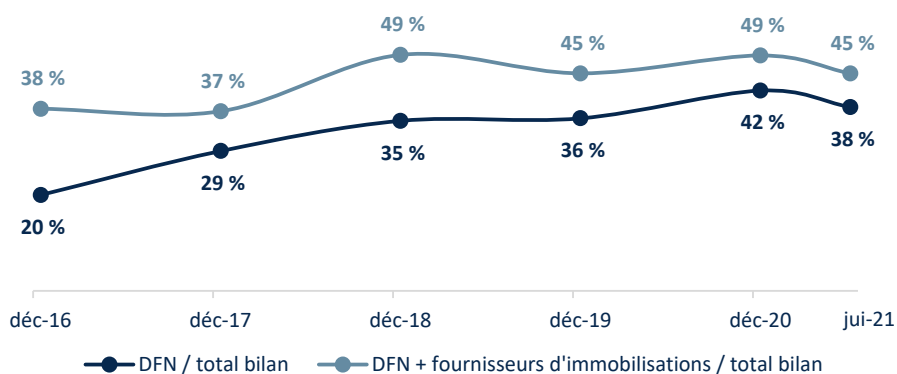
Les levées de dettes récentes concernent notamment :

- l'utilisation d'un financement *Bridge* (crédit-relais) d'un montant de 2,0 m€ dans le cadre de l'acquisition des titres de l'opérateur polonais Play. A la suite d'un remboursement anticipé de 900 millions d'euros, la dette s'élève à 1,1 m€ à fin décembre 2020 et a été remboursé en totalité le 12 février 2021 à la suite d'une émission obligataire *dual tranche* de 1,3 m€.
- la souscription à un emprunt auprès de Banque Européenne d'Investissement (BEI) de 300 millions d'euros le 9 novembre 2020 pour financer l'extension des réseaux de 5G + 4G, dont seulement 150 millions d'euros ont été tirés au 31 décembre 2020 ;
- l'émission d'une obligation le 10 juin 2020, d'un montant de 650 millions d'euros, assujettie à un coupon annuel de 2,375 % et remboursées au pair à l'échéance de 17 juin 2026 ;
- un *Schuldscheindarlehen* (emprunt Schuldschein, placement privé de droit allemand) le 22 mai 2019, pour un montant total de 500 millions d'euros en six tranches (taux compris entre 1,40 % et 2,0 %, remboursables entre 2023 et 2027). Afin de tirer avantage de conditions de marché favorables, une seconde émission de 500 millions d'euros sur ce marché a été réalisé en juin 2021, permettant au Groupe de refinancer le coût de son premier emprunt Schuldschein du 22 mai 2019. Il convient de noter que le contrat correspondant propose une clause d'extension de 6 et/ou 12 mois, adossé à sa tranche à 5 ans, offrant ainsi à Iliad une flexibilité accrue sur la maturité de sa dette.

Parallèlement et dans le cadre des éléments de passif transférés au Groupe à la suite de l'intégration de Play, l'endettement du Groupe inclut désormais un emprunt obligataire propre à l'opérateur polonais d'un montant de 750 millions de zlotys (164 millions d'euros) émis le 4 décembre 2019, soumis à un coupon semi-annuel variable de Wibor +1,75 % et remboursé au pair le 11 décembre 2026. Enfin, Play a procédé le 19 décembre 2020 (post-acquisition) à l'émission d'une obligation complémentaire d'un montant de 500 millions de Zlotys (110 millions d'euros), présentant un coupon semi-annuel variable de Wibor + 1,85 % et remboursable au pair le 29 décembre 2027.

Afin de financer ses investissements, le Groupe a augmenté son levier d'endettement net (hors dettes locatives IFRS 16), qui passe de 20 % à 38 % du total bilan entre décembre 2016 et juin 2020. En intégrant les dettes sur fournisseurs d'immobilisations (comprenant les dettes dues au titre des fréquences), ce ratio passe à 45 % à fin juin 2021.

Levier : Dette financière nette / bilan ¹



¹ Hors passifs de droit d'utilisation lié à IFRS 16 en 2019, 2020 et 2021

Si le niveau de levier d'endettement du Groupe ressort significatif et en augmentation sur la période récente²², il convient de le mettre en perspective avec la résilience des niveaux d'EBITDA_AL et de CAF délivrés comme le montre la revue historique du compte du résultat et des flux de trésorerie.

Au-delà des dettes financières comptabilisées au bilan, le Groupe dispose d'une ligne de crédit syndiqué revolving de 1 650 millions d'euros, dont la maturité finale est fixée au 16 juillet 2025 ; cette ligne n'est pas utilisée au 31 décembre 2020. Le crédit-relais ayant servi à financer l'acquisition de Play n'a pas fait pas l'objet de couverture de taux malgré l'exposition momentanée à la volatilité du Złoty face à l'euro, celui-ci ayant été remboursé par anticipation en février 2021.

Par ailleurs, le recours à la dette chez Iliad est largement soumis au respect d'un ratio d'endettement ; un total de 4,7 md€ de lignes au 31 décembre 2020, représentant 52 % de l'endettement financier, sont concernées par des clauses d'exigibilité anticipée si la dette financière nette dépasse 3,75x l'EBITDA. Le niveau d'endettement d'Iliad s'est approché de ce seuil en 2020 (3,2x l'EBITDA au 31 décembre 2020 contre 2,1x au 31 décembre 2019).

²² Le levier en valeur d'entreprise du Groupe à fin juin 2021 coïncide avec la fourchette haute de l'intervalle de confiance statistique à 95 % du levier moyen observé sur notre échantillon de comparables boursiers.

3.3 Plan stratégique « Odyssée 2024 » et *guidances* de mai 2019

En mai 2019, le Groupe a annoncé par communiqué de presse son plan Odyssée 2024 prévoyant les objectifs stratégiques du Groupe de 2019 à 2024. Le tableau présenté ci-après développe les objectifs prévus dans le plan Odyssée et les performances réalisées entre 2019 et le 30 juin 2021, en notant que le développement en Pologne n'était pas envisagé à cette date.

Plan Odyssée 2024	Réalisations au 31 déc. 2020
 France	 France
Fixe : Réseau fibre optique de 30m de prises en 2024 et 20m de prises en 2022, permettant d'atteindre 25% des parts de marché dans le fixe avec +500 000 nouveaux abonnés par an soit l'atteinte du seuil de 2m€ d'abonnés en 2020 et de 4,5m€ d'abonnés en 2024.	Fixe : 2020 : le seuil de 2m d'abonné est largement dépassé (2,8m, prévision de 3,8m à fin 2021).
Mobile : 25 000 sites en France en 2024, permettant d'atteindre 25% des parts de marché mobile dont 80% d'abonnements en 4G avec un premier objectif en 2019 de créer 2 000 nouveaux sites. Lancement de l'activité BtoB (entre 4% et 5% du marché soit 400/500m€ de CA en 2024).	Mobile : En 2019 : ouverture de 3 100 sites supplémentaires. Fin 2020 : 5 950 sites 5G techniquement opérationnels et 12 900 sites autorisés. En mars 2020, le Groupe a annoncé le lancement de "Free Pro".
 Italie	 Italie
Mobile : 10 000 à 12 000 sites mobiles permettant d'atteindre 10% des part de marché en Italie tout en ayant atteint le seuil de rentabilité. Le premier objectif étant de déployer 3 500 nouveaux sites mobiles en 2019.	Mobile : En 2019 : ouverture de 2 500 sites dont 2 000 allumés. Fin 2020 : 6 100 sites actifs.
Fixe : Développement d'un réseau fixe.	Fixe : Annonce faite en juillet 2021 pour un lancement des offres commerciales en 2022.
 Pologne Non prévu dans le plan.	 Pologne Non applicable.
Éléments financiers Marge d'EBITDA (hors B2B et vente) de 40% dès 2020. Investissements 2019 dans la continuité de 2018.	Éléments financiers France : marge d'EBITDA (hors B2B) 40,4% CAPEX Groupe : 2018 à 1 816m€ 2019 à 1 976m€ (+8,8%) CAPEX France : 2018 à 1 555m€ 2019 à 1 607m€ (+3,3%) CAPEX Italie : 2018 à 261m€ 2019 à 369m€ (+41,4%)

3.4 Plan d'affaires 2021-2026

Le plan d'affaires a été réalisé par le management pour les besoins de l'Offre et présenté au comité *ad hoc* le 12 juillet 2021. Il couvre 6 années de prévisions entre 2021 et 2026, sur la base du budget 2021 révisé des résultats attendus sur le S1 2021. Les principales hypothèses opérationnelles retenues ont vocation à traduire les objectifs du Groupe, dont les contours ont été présentés dans le plan Odyssée 2024 en mai 2019 (cf. §3.3 supra).

Le management nous a confirmé que ce business plan traduit sa meilleure estimation, à date, de la performance opérationnelle et financière du Groupe sur la période 2021 – 2026. Les prévisions ont été construites à périmètre constant, intégrant ni opération de croissance externe non-identifiée à date, ni hypothèse de dégradation de la situation sanitaire future liée à la pandémie de COVID-19, ni incidence d'une éventuelle guerre commerciale avec ses concurrents sur les marchés sur lesquels le Groupe est présent.

Par ailleurs, le management nous a alerté sur le caractère plus incertain des prévisions concernant l'Italie et la Pologne relativement à la France, susceptibles d'évoluer compte tenu de l'implantation internationale récente du Groupe.

Nous synthétisons ci-dessous les éléments clés que nous avons identifiés dans le cadre de notre analyse du plan d'affaires.

3.4.1 Effets prix et volumes

Les flux sont estimés sur la base d'une montée en gamme de la base abonnés du Groupe, en hausse d'environ 6,0 millions sur la durée du plan, passant de 40 à 46 millions entre 2020 et 2026. Le Groupe prévoit notamment d'attirer des clients mobiles supplémentaires en Italie, croissance portée par une forte dynamique commerciale.

Le management prévoit aussi un effet prix positif sur l'ensemble des segments du Groupe grâce à la croissance de l'ARPU ; c'est particulièrement le cas en Italie où le Groupe a opté, lors de sa pénétration sur le marché, pour une stratégie d'acquisition de parts de marché. Depuis le lancement de son offre mobile, les forfaits d'Iliad Italia (hors 5G) oscillent entre 4,99 € / mois et 7,99 € / mois. Avec le lancement des offres 5G dont la première a été commercialisée à partir du 22 décembre 2020 à 9,99 € / mois, le management prévoit de faire progressivement croître l'ARPU italien, de 7,77€ en 2020 à 9,22 € en 2026. En revanche, cet indicateur demeure relativement stable en Pologne avec une croissance cumulée de +2,4 % entre 2020 et 2026. En France, la stratégie de migration des abonnés vers des offres 4G/5G sur le mobile, et vers des offres fibre sur le fixe engendre une hausse de l'ARPU de respectivement, +16,7 % et +5,7 % sur la durée du plan.

3.4.2 Chiffre d'affaires

Le chiffre d'affaires atteint ainsi près de 9,2 md€ en 2026, en hausse de +1,9 md€ par rapport au chiffre d'affaires pro forma 2020²³, soit un taux de croissance annuel moyen (TCAM) de +4,0 %. Sur la période historique, le TCAM des six derniers exercices clos (2014 à 2020) s'établissait à +5,9 %. Ce ralentissement de la croissance projetée reflète notamment l'arrivée à maturité de la fibre en France, avec une hausse des abonnés concernés de +1,8 % sur la dernière année du plan (contre +35,6 % en 2021).

3.4.3 EBITDAaL

L'EBITDAaL présente une hausse de 1,0 md€ sur la durée du plan pour s'établir à environ 3,5 md€ en 2026. Cette amélioration de rentabilité anticipée provient essentiellement de la croissance de l'activité en France et de l'amélioration de la rentabilité en Italie, partiellement compensée par une dégradation du taux de marge d'EBITDAaL sur ce périmètre. Au terme de l'horizon du plan d'affaires, celui-ci s'établit à 39,7 % contre 40,5 % en 2020, en raison notamment de la modification du mix d'activité impacté par la croissance du BtoB à plus faible niveau de marge, ainsi que le développement de l'activité fibre incluant des charges de location IFT, plus onéreuses que les charges de dégroupages ADSL.

A l'international, les prévisions italiennes atteignent le point mort en 2021 et un EBITDAaL de 83 m€, pour atteindre, à terme, un taux de marge d'EBITDAaL de l'ordre de 30 %. Cette hausse de rentabilité provient de la croissance anticipée de l'activité, conjuguée à une hausse plus modérée des charges fixes en proportion de la base totale de coûts.

L'activité de Play en Pologne étant déjà mature en 2020, les prévisions de marges progressent légèrement sur la durée du plan, avec un taux d'EBITDAaL qui passe de 33,3 % en 2020 à 36,4 % en 2026. Les prévisions d'EBITDAaL (et d'investissements) produites par le management tiennent compte des plus-values de cessions d'actifs *build-to-suit*.

3.4.4 EBITaL

Les éléments sous l'EBITDAaL incluent principalement l'amortissement de l'actif immobilisé ; la charge correspondante passe de 1,5 md€ en 2020 à 1,9 md€ en 2026, en lien avec le programme d'investissements, y compris acquisition/renouvellement des fréquences.

Nous avons reconstitué un EBITaL incluant les intérêts financiers sur dettes locatives : conformément à l'application de la norme IFRS 16 depuis le 1^{er} janvier 2019, les charges de loyers sont comptablement scindées entre la

²³ Chiffre d'affaires de Play retenu en année pleine.

reconnaissance d'une dotation à l'amortissement de l'actif de droit d'usage et une charge d'intérêt financier sur la base d'un taux d'emprunt marginal. La charge d'intérêt retenue dans le plan d'affaires est celle qui permet d'approcher au plus près la prévision de décaissement au titre des loyers, variant entre (65) m€ et (68) m€ entre 2021 et 2026.

Par ailleurs, l'impact sur la valeur des plans d'actions gratuites annuels et du programme *Up2Share* a été pris en compte dans les flux d'exploitation sous la forme de rémunérations en actions, assimilées à des charges de personnel sur toute la durée du plan. Celles-ci sont stables et oscillent entre (37) m€ et (39) m€ entre 2021 et 2026.

3.4.5 Cash flows d'exploitation

S'agissant des autres éléments impactant le cash-flow d'exploitation, le management a réalisé des prévisions d'investissements hors et y compris fréquences²⁴.

En France, le plan d'investissement vise un réseau mobile cible supérieur à 30 000 sites à fin 2026 ainsi que la poursuite des migrations dans la fibre sur la partie fixe. Le pic d'investissement est atteint dès 2021 et s'atténue par la suite pour atteindre un niveau normatif d'environ 1,3 md€ à partir de 2024. En Italie, l'objectif fixé est le déploiement d'environ 10 000 sites mobiles supplémentaires sur la durée du plan pour atteindre 16 000 sites en 2026. La mise à disposition de fréquences 5G par le ministère du Développement économique italien ainsi que les obligations de couverture en réseau 5G à échéance de juin 2022 coïncident avec le niveau élevé d'investissements en fréquences attendus cette année-là. En Pologne, les investissements anticipés ont également pour objet d'accélérer la mise en service de nouveaux sites, de façon à disposer de 14 300 sites en 2026.

Le management n'a pas produit de prévision de BFR au-delà de l'année 2021. Cette donnée a donc été reconstituée par nos soins en tenant compte des prévisions du consensus des analystes financiers et des actifs cédés tous les ans au titre du programme BTS (cf. §3.2.3 supra et §4.3.3.2 infra).

3.5 Contextualisation du plan d'affaires

3.5.1 Consensus des analystes financiers

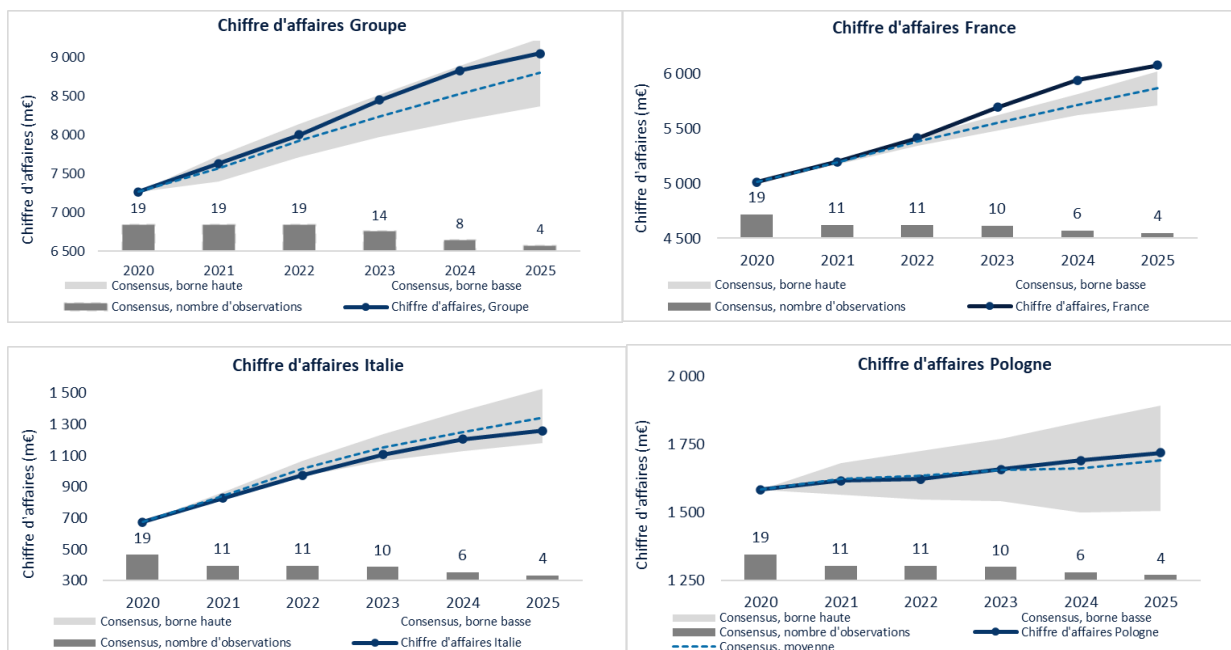
Afin d'être en mesure de contextualiser le plan d'affaires établi par le management, nous avons recensé les principaux agrégats estimés par le consensus des analystes financiers et, lorsque cette information était disponible, pour chacune des zones dans lesquelles le Groupe opère.

Les graphiques présentés infra mettent en perspective les prévisions effectuées par le management avec la fourchette de prévisions relevées chez les analystes financiers, les bornes hautes et basses du consensus étant définies comme l'intervalle de confiance statistique à 95 % de la prévision moyenne.

3.5.1.1 Chiffre d'affaires

Note liminaire : Le nombre d'analystes publiant une décomposition du nombre d'abonnés et de l'ARPU étant très réduit, les données que nous avons relevées ne sont pas statistiquement significatives et décorréliées du consensus de chiffres d'affaires présenté infra. Elles sont donc présentées à titre purement indicatif en annexe 7.3.

²⁴ Seules les dettes de fréquences certaines (comptabilisées dans le passif de fournisseurs d'immobilisations au bilan) ou celles dont l'acquisition est stratégique pour le Groupe et dont les revenus ont été modélisés dans le plan, sont intégrées. Ces chiffres ne tiennent donc pas compte du renouvellement des droits d'exploitation des fréquences existantes à un horizon dépassant l'année 2026.



S'agissant du chiffre d'affaires consolidé, le consensus des analystes financiers repose sur un nombre d'observations relativement élevé sur la période 2021-2023 avec 19 observations (soit 100 % des analystes publiant des prévisions) entre 2021 et 2022, et 14 observations en 2023.

Sur la période 2021-2025, le Groupe prévoit une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires consolidé (TCAM²⁵) de l'ordre de 4,5 %. Celle-ci est proche de la fourchette haute du taux de croissance annuel moyen (TCAM) relevé par le consensus des analystes financiers qui s'établit à 4,9 %. Le chiffre d'affaires prévisionnel, estimé par le Groupe, en 2023 et 2024 atteint presque celui qui a été retenu par les analystes financiers les plus optimistes. En effet, le management prévoit d'atteindre un chiffre d'affaires de l'ordre 8,8 md€ en 2024 contre respectivement 8,9 m€ pour le chiffre d'affaires correspondant à la fourchette haute du consensus des analystes financiers. Le TCAM relevé par le consensus moyen des analystes financiers s'élève à 3,9 % entre 2020 et 2025.

L'évolution du chiffre d'affaires du Groupe présente cependant des disparités selon les différents pays :

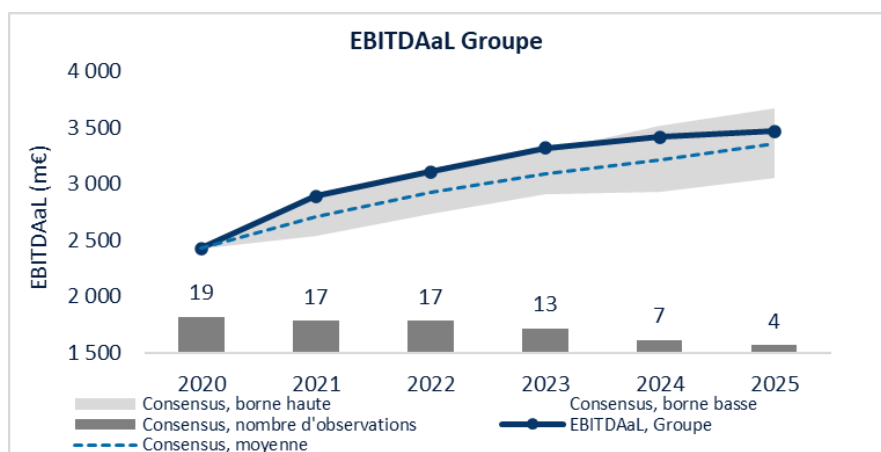
- Pour la France, les prévisions effectuées par le management nécessitent la réalisation d'un taux de croissance annuel moyen du chiffre d'affaires de 3,9 %. A partir de 2023, le chiffre d'affaires prévisionnel du management ressort légèrement supérieur à celui relevé par le consensus, traduisant ainsi le caractère relativement volontariste des prévisions réalisées par le management.
- En Italie, le management anticipe un taux de croissance annuel moyen élevé de 13,3 %. Sur la période 2021-2022, le chiffre d'affaires est en ligne avec les prévisions réalisées par les analystes financiers les plus prudents, avant de converger à partir de 2023 avec le consensus moyen des analystes financiers²⁶.
- En Pologne, le management prévoit d'atteindre un taux de croissance annuelle moyen de 1,7 %. Les chiffre d'affaires prévisionnel est prévu relativement stable sur la période et coïncide avec celui ressortant du consensus moyen des analystes financiers.

²⁵ Taux de croissance annuel moyen, ou TCAC pour taux de croissance annuel composé ou encore CAGR (*compounded annual growth rate*).

²⁶ Le management nous indique toutefois qu'une majorité d'analystes financiers attendent la publication du contenu des offres Fixe italiennes pour intégrer le segment dans leurs modèles.

3.5.1.2 EBITDAaL

S'agissant de l'EBITDAaL²⁷ consolidé, le consensus des analystes financiers repose sur un nombre d'observations assez élevé sur la période 2021-2023, avec 17 observations entre 2020 et 2022, et 13 observations en 2023. Comme pour le chiffre d'affaires, les prévisions retenues par le management apparaissent volontaristes en raison de leur proximité avec la fourchette haute du consensus. Il convient toutefois de relever que l'EBITDAaL prévu par le management s'asymptotise à partir de 2024 alors que les analystes financiers maintiennent une tendance haussière plus marquée.



Comme pour le chiffre d'affaires, l'évolution des prévisions d'EBITDAaL présente des disparités selon les zones dans lesquelles il est généré :

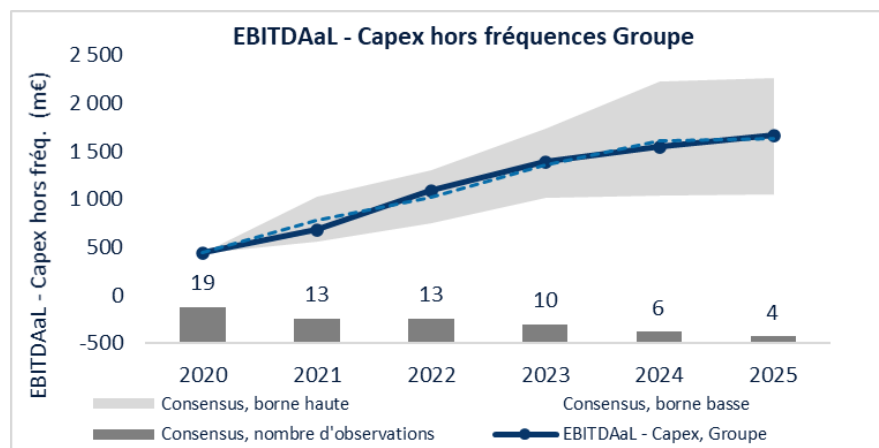
- En France, le management prévoit d'atteindre un taux de croissance annuel moyen de 3,7 %. La progression de l'EBITDAaL (en valeur) s'explique principalement par la hausse du chiffre d'affaires prévue en France puisque le taux de marge d'EBITDAaL prévisionnel est en diminution de 0,8 point pour atteindre 40,6 % en 2022 (contre 41,4 % en 2021). A partir de 2022, Le taux de marge d'EBITDAaL en France reste relativement stable pour s'établir à 40,1 % en 2025. L'EBITDAaL prévu par le management se positionne dans la moitié basse de la fourchette des analystes financiers pour la période 2022-2023 avant de rattraper le consensus moyen sur la fin du plan d'affaires.
- En Italie, le management anticipe une progression de la rentabilité significative sur la période 2021-2023 qui conduit à un EBITDAaL se positionnant bien au-delà des prévisions du consensus des analystes financiers. La progression évoquée se matérialise également dans l'évolution du taux de marge d'EBITDAaL puisque celui-ci passe de 10 % en 2021 à 30,6 % en 2023. A compter de 2023, l'EBITDAaL anticipé par le management se stabilise à un niveau de marge de 30 % qui converge vers la fourchette haute des prévisions des analystes financiers (31 %).
- En Pologne, le management prévoit un EBITDAaL relativement stable qui tient compte d'un effet d'accélération à partir de 2021 du fait de la prise en compte de la marge réalisée dans le cadre du programme BTS qui se réduit progressivement jusqu'en 2026. L'EBITDAaL estimé par le management ressort supérieur à celui issu du consensus moyen des analystes financiers qui, comme le management, anticipent une stabilité de l'EBITDAaL en Pologne entre 2021 et 2025.

²⁷ L'EBITDAaL considéré ici répond à la définition qui lui est donnée par la Groupe (soit hors rémunérations en actions et part financière des charges de loyers opérationnels).

3.5.1.3 EBITDAaL - Capex (hors fréquences)

L'EBITDAaL-Capex (hors fréquence) est un agrégat synthétique, très suivi dans le secteur des télécoms, qui permet d'apprécier la capacité du Groupe à générer des flux de trésorerie à un instant t, hors dépenses exceptionnelles comme celles que le Groupe doit engager pour acquérir le droit d'exploiter des bandes de fréquences.

Sur la période 2021-2025, le management prévoit une croissance annuelle moyenne de 30,4 %. Les prévisions établies par le management, à ce niveau agrégé, ressortent très proches de la moyenne issue du consensus des analystes financiers.



Cet agrégat consolidé présente ici encore des disparités locales :

- S'agissant de la France, le management prévoit un objectif d'EBITDAaL – Capex 2025 représentant 19 % chiffre d'affaires. En 2021, le point bas résulte principalement de l'effort d'investissement (hors fréquences) BtoC réalisé sur le territoire français. L'amélioration du taux de marge d'EBITDAaL – Capex de 8,2 points entre 2021 et 2025 résulte de la réduction des investissements (hors fréquences) sur la période considérée, ceux-ci représentant un peu plus de 30 % du chiffre d'affaires en 2021 et 21 % en 2025. Jusqu'en 2022, l'EBITDAaL – Capex prévu par le management se situe dans la fourchette basse des prévisions du consensus des analystes financiers avant de converger progressivement vers le niveau le moyen à horizon 2025.
- En Italie, l'EBITDAaL - Capex ressort encore légèrement négatif en 2023. A partir de 2023, la forte croissance de l'EBITDAaL permet à l'indicateur de progresser pour dépasser le point mort en 2024. Il convient de relever que le management prévoit un EBITDAaL – Capex dans la fourchette haute des prévisions du consensus des analystes financiers, notamment sur la période 2021-2023. A partir de 2023, la hausse de l'EBITDAaL – Capex est moins significative et converge vers le niveau moyen anticipé par les analystes.
- En Pologne, l'EBITDAaL – Capex anticipé par le management ressort globalement stable et proche du consensus moyen des analystes financiers à l'exception de l'année 2021 qui tient compte de l'accroissement de l'EBITDAaL généré dans le cadre des accords avec Cellnex mais pas encore de la montée en puissance des investissements prévus en Pologne.

3.5.1.4 Variation de BFR

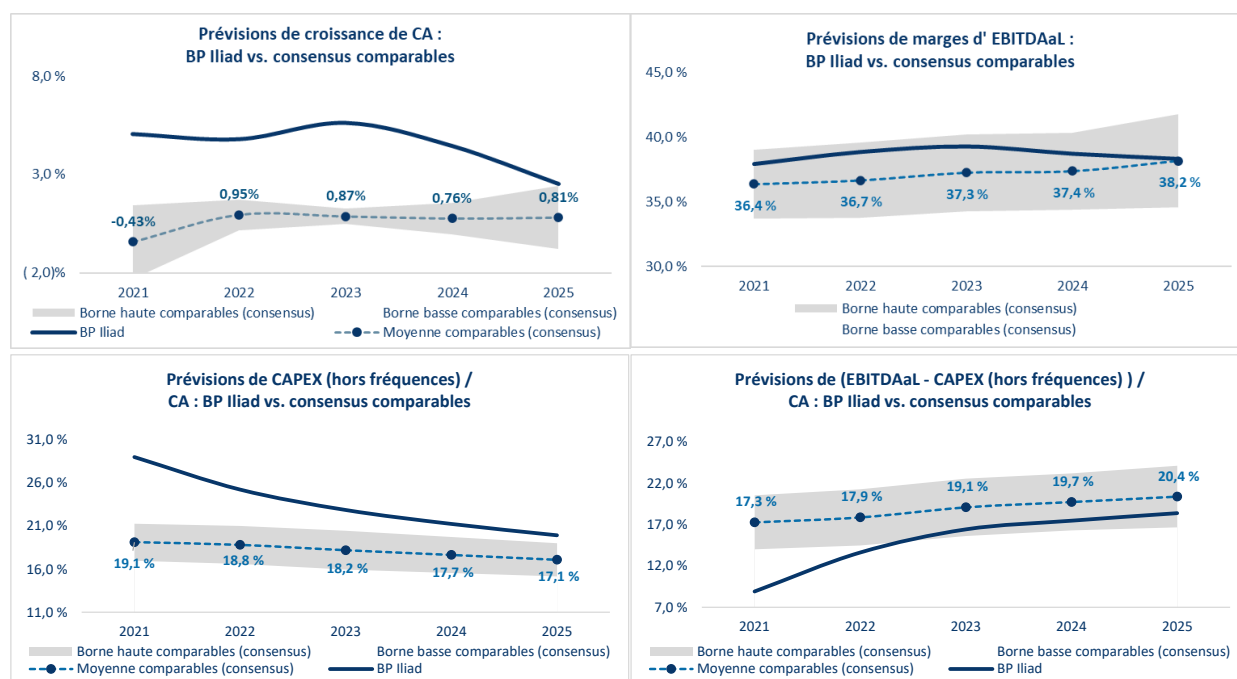
Le management n'ayant pas produit de prévision de variation de BFR passée l'année 2021, nous avons estimé ce paramètre en nous appuyant sur le consensus des analystes financiers²⁸. Les variations de BFR reprises supra sont celles prévues dans le tableau de flux de trésorerie et une valeur négative représente donc un besoin de financement du BFR et donc un flux négatif.

²⁸ Ces projections sont présentées de manière plus détaillée §4.3.3.2.

Ce déroulé nous paraît cohérent avec le sentiment exprimé par le management d'Iliad qui considère, qu'une fois ajusté des cessions d'actifs BTS, la variation de BFR du Groupe devrait tendre vers 0²⁹.

3.5.2 Comparaison avec les prévisions relevées chez les comparables boursiers

Nous avons également comparé le plan d'affaires produit par le management aux prévisions moyennes du consensus relevé chez les comparables boursiers sur quatre indicateurs : le taux de croissance du chiffre d'affaires, la marge d'EBITDAaL (après déduction de la part financière des loyers opérationnels capitalisés du fait d'IFRS 16), le niveau d'investissements (capex) hors fréquences rapporté au chiffre d'affaires, et le niveau d'EBITDAaL – Capex hors fréquences rapporté au chiffre d'affaires.



Ces analyses confirment des niveaux de croissance et de marge d'EBITDAaL nettement supérieurs au reste du secteur, supportés par un plan d'investissement ambitieux, très supérieur au niveau moyen attendu pour l'échantillon de sociétés comparables (composé en majorité d'opérateurs historiques). Le détail des données synthétisées supra est présenté en annexe 7.4.

²⁹ Cet agrégat reste délicat à prédire chez Iliad, le programme Free Flex qui vient d'être lancé pouvant avoir un impact à la hausse sur le BFR s'il rencontre un succès important.

4 | TRAVAUX D'ÉVALUATION

Le secteur des télécommunications est marqué par une forte concurrence entre opérateurs et par des évolutions technologiques rapides et régulières qui nécessitent des montants d'investissements significatifs et croissants. Cette activité se déroule de surcroît dans un environnement fortement régulé du fait de l'exploitation de ressources publiques limitées, gérées par les États (bande de fréquences, droits de passage sur le sol des collectivités) et doit se plier aux décisions politiques, le déploiement des technologies haut-débit étant un enjeu économique et social majeur.

Ce contexte donne à l'évaluation des sociétés du secteur, et à Iliad en particulier, une orientation spécifique en termes d'analyse des risques et d'appréciation des aléas de développement qui doit tenir compte des revenus importants générés par le secteur mais aussi des investissements significatifs et récurrents nécessaires à leur génération ainsi que des risques induits par leur financement.

4.1 Données financières servant de base aux méthodes d'évaluation

4.1.1 Nombre de titres

Au 30 juin 2021, le capital de la Société se compose d'un total de 59 622 465 actions ordinaires. Le nombre d'actions autodétenues à cette même date s'élève à 1 165 996 titres.

S'agissant des instruments dilutifs, la Société a mis en place une politique d'intéressement de son personnel au capital très dynamique, qui se traduit pour les émissions passées comme suit (hors programme Up2Share lancé en 2021) :

- 107 028 options de souscription d'actions Iliad à un prix de 79,91 € attribuées dans le cadre du plan ouvert le 7 novembre 2011 restent en circulation au 30 juin 2021. Ces options étant « dans la monnaie », nous les avons intégrées au calcul du nombre d'action dilué retenu dans le cadre des méthodes d'évaluation développées infra et ajouté le flux de trésorerie perçu au moment de leur exercice aux éléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres (cf. §4.1.2 infra).
- Quatre plans d'attribution d'actions gratuites ont également été engagés (plans 2017, 2018, 2019 et 2020) pour un total de 762 464 actions Iliad. Les actions gratuites non encore acquises sont soumises à des conditions de performance³⁰ ; celles-ci étant déjà atteintes³¹ ou devant l'être dans le cadre du plan d'affaires du management utilisé dans les méthodes d'évaluation développées infra, nous avons retenu leur impact dilutif à 100 %.

Iliad	
Nombre d'actions pris en compte	30-juin-21
Nombre d'actions inscrites à la cote	59 622 465
Autodétention	(1 165 996)
Instruments dilutifs	869 492
Nombre d'actions dilué	59 325 961

³⁰ Décrites dans la note 29 du document d'enregistrement universel Iliad au 31 décembre 2020, pages 208 à 212.

³¹ Sauf pour la tranche 1 du plan 2018 pour laquelle seules 50 % des actions issues de cette tranche seraient attribuées.

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

Les éléments de passage de la valeur d'entreprise (VE) à la valeur des capitaux propres sont résumés dans le tableau suivant :

Eléments de passage de la VE à la VCP m€	Iliad				
	31-déc.-20	30-juin-21			
	Groupe	Groupe	France	Italie	Pologne
Dette financière	(8 433)	(9 030)	(7 980)		(1 050)
dont dette de crédit bail		(43)	(43)		
Disponibilités et équivalents	686	1 607	674	6	927
Position financière nette	(7 747)	(7 423)	(7 306)	6	(123)
Intérêts minoritaires	(11)	(10)	(10)		
Provisions pour R&C	(248)	(202)	(164)	(15)	(23)
Provisions pour retraite	(33)	(32)	(32)		
Actifs/(passifs) nets destinés à être cédés	380	12	12	-	-
Participation de 31,6% dans Eircom	316	353	353		
Participation de 49% dans IFT (Infravia)	294	294	294		
Participation de 30% dans On Tower France	602	708	708		
Participation de 40% dans On Tower Poland	-	548	548		
Option d'achat NJJ Boru	22	22	22		
Reports déficitaires, Italie		139		139	
Passif d'impôt différé en Pologne		(227)			(227)
Exercice des stocks options		9	9		
Autres actifs financiers	12	84	84		
Dette de fréquences actualisée : France	(405)	(405)	(405)		
Dette de fréquences actualisée : Italie	(1 080)	(1 080)		(1 080)	
Dette de fréquences actualisée : Pologne	(825)	(825)			(825)
Autres éléments	(976)	(613)	1 418	(957)	(1 075)
Total	(8 723)	(8 036)	(5 888)	(951)	(1 198)

La dette financière nette au 30 juin 2021 s'établit à 7,4 md€ sur la base des comptes semestriels publiés par la Société.

Les autres éléments se détaillent comme suit :

- des intérêts minoritaires pour un montant négatif de 10 m€ ;
- des provisions pour risques et charges pour un montant négatif de 202 m€, ajusté pour tenir compte de la part des provisions au bilan n'ayant pas été déduites du résultat fiscal (au taux d'IS cible français de 25,8 %) ;
- un passif de provisions pour retraite estimé à 32 m€, ajusté de l'économie d'impôt sur les sociétés au taux d'IS cible français de 25,8 % ;
- des actifs destinés à être cédés pour un montant de 12 m€ (fractions d'immeubles acquises dans le cadre du déploiement de la fibre optique), reliquat du montant de 819 m€ présenté dans le bilan au 30 juin 2021 d'Iliad décomposé comme suit :

Iliad - décomposition des actifs destinés à la vente au 30 juin 2021		
m€	30-juin-21	Traitement
Actions On Tower France, cédées fin 2021	620	Réévaluées à 708 m€
Actifs cédés dans le cadre du programme BTS	187	Intégrés au BFR
Fractions d'immeubles FTTH	12	Repris en éléments de passage
Total	819	

- une valeur de la participation de 31,6 % dans Eircom de 353 m€, réévaluée sur la base du multiple retenu par le management dans le cadre de l'évaluation au 30 juin 2021 de l'option NJJ Boru (cf. infra) ;
- la valeur de la participation de 49 % dans la société « Investissement dans la fibre des territoires » (IFT), reprise à sa valeur dans les comptes d'Iliad, soit 294 m€ ;

- la valeur de la participation de 30 % dans *On Tower France* qui devrait être cédée fin 2021, estimée au 30 juin 2021 à 708 m€ (pour 620 m€ en valeur nette comptable) ;
- la valeur de la participation de 40 % dans *On Tower Poland*, estimée au 30 juin 2021 à 548 m€ ;
- la valeur de l’option d’achat négociée avec NJJ Boru, holding de détention conjointe de Eir avec le Fondateur, figurant pour 22 m€ dans les comptes consolidés à fin juin 2021 ;
- la valeur présente de l’économie fiscale induite par les déficits reportables accumulés en Italie, après prise en compte de leur rythme d’imputation apprécié sur la base du plan d’affaires, estimée à 142 m€ ;
- le passif d’impôt différé de 227 m€ issu, essentiellement, de la plus-value sur la cession de 60 % de *On Tower Poland* à Cellnex ;
- le produit de 9 m€ généré par l’exercice des options de souscription d’actions Iliad dans la monnaie (plan 2011) détaillé §4.1.1 supra ;
- des actifs financiers à fin juin 2021 pour un montant positif de 84 m€, hors dépôts et cautionnements nécessaires à l’exploitation, hors valeur des sociétés mises en équivalence et de l’option NJJ Boru, individualisées par ailleurs ;
- la valeur présente des investissements en fréquences³² en France, en Italie et en Pologne, déjà réalisés ou presque certains, mais encore non décaissés et reconnus en dette de fournisseurs d’immobilisations long terme par la Société.

Pour les besoins de la méthode de la somme des parties détaillée §4.3.3, nous avons réparti arbitrairement ces éléments entre la France, l’Italie et la Pologne, en considérant que la France continuerait à porter l’essentiel de la dette du Groupe et la majeure partie des éléments d’ajustement détaillés supra (hors ajustements directement liés à l’activité locale, tels que les dettes issues de l’acquisition des fréquences). Il convient de relever que la valeur des capitaux propres de l’Italie ainsi calculée est en fait une valeur d’entreprise, la valeur des flux n’étant corrigée que par la valeur de ses déficits et des dettes liées aux fréquences en Italie (assimilables à des investissements en cours de réalisation).

³² Les investissements de renouvellement de ces licences d’exploitation ont été retraités de la valeur terminale de l’approche DCF détaillée infra (cf. §4.3.3.3)

4.2 Méthodes ou références non retenues

4.2.1 Actif net comptable

La prise en compte de l'actif net comptable n'est appropriée que dans l'hypothèse où les valeurs comptables des actifs et des passifs sont identiques à leurs valeurs vénales, pour autant que l'arrêté de compte soit suffisamment proche de la date d'évaluation et/ou que l'évaluation séparée desdits actifs et passifs soit préférable à une évaluation globale fondée sur la combinaison des facteurs de production. En l'espèce, les actifs de la Société ne sont pas comptabilisés en valeur de marché, la méthode n'est pas applicable.

Pour mémoire, les capitaux propres part du Groupe au 30 juin 2021 s'établissent à 5 559 m€, soit 93,7 € par action. Le prix d'Offre extériorise une prime de 94,2 % par rapport à cette valeur.

4.2.2 Méthodes basées sur le dividende

Nous envisagerons ici deux méthodes basées exclusivement sur le dividende. La première consiste à déterminer la valeur d'une entreprise par capitalisation du bénéfice distribué, la seconde se fondant sur l'actualisation des dividendes prévisionnels.

La méthode du rendement est un multiple inversé basé sur le dividende. Elle suppose i) que l'historique du dividende présente un certain pouvoir prédictif quant aux capacités bénéficiaires futures des sociétés et ii) une certaine homogénéité des taux de distribution au sein des sociétés comparables.

S'agissant de la méthode de l'actualisation des dividendes, laquelle peut sembler plus fine que la précédente, sa principale limite réside dans la difficulté à justifier une distribution sous-optimale des cash flows libres pour l'actionnaire et de positionner à un horizon plutôt qu'à un autre le moment de la distribution des excédents de trésorerie ainsi accumulés.

Nous préférons aux deux approches mentionnées supra, le modèle DCF qui lie le coût du capital à la capacité distributive totale des sociétés.

4.3 Méthodes et références retenues

Parmi les méthodes et références développées ci-après, le cours de bourse et l'approche DCF sont présentées à titre principal. Nous retenons également la référence aux objectifs de cours des analystes : bien que ces derniers affichent une dispersion importante des résultats, la large couverture du titre (22 analystes) justifie la place de cette référence dans les critères d'appréciation retenus.

Les approches analogiques, comparables boursiers et transactions comparables, sont présentées à titre secondaire eu égard au degré de comparabilité des sociétés retenues dans les échantillons avec Iliad, qui, avec un réseau en construction et l'intégration récente de deux territoires, conserve un statut d'*outsider* par rapport aux opérateurs historiques mais fait figure de leader comparé aux sociétés ne couvrant qu'un seul territoire et/ou ne proposant qu'une seule offre.

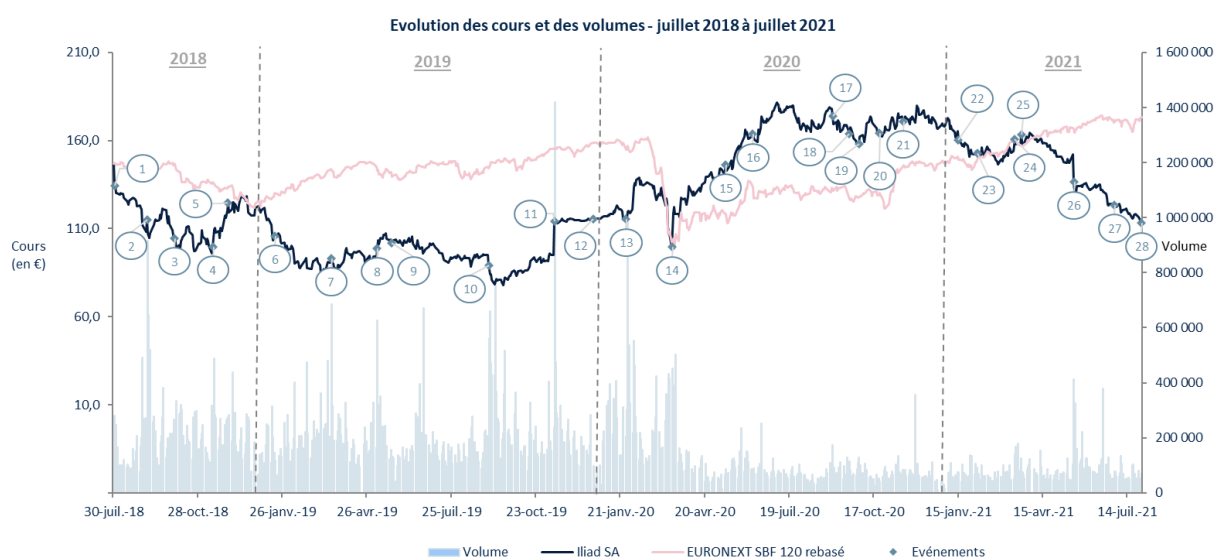
La référence à l'actif net comptable (cf. § 4.2.1 ci-dessus) est présentée à titre d'information.

4.3.1 Cours de bourse

Depuis mars 2004, date de son introduction en bourse, l'action Iliad est cotée sur le compartiment A (Large Cap) Euronext Paris (ISIN FR0004035913 – ILLD). Avec un flottant de 24,1 % et une rotation annuelle du capital de 34,4 % (portée à 146,1 % si nous ne considérons que le flottant), l'action répond aux critères de liquidité usuellement retenus pour considérer le cours de bourse comme référence de valeur pertinente³³. La valeur est notamment une composante des indices SBF 120, Euronext 100, CAC Telecom, CAC Mid & Small et CAC Mid 60.

4.3.1.1 Revue de l'historique du cours de bourse

Depuis trois ans, comme l'indiquent le graphique infra, le titre Iliad a présenté une performance relativement décorrélée à celle de l'indice SBF 120 de la bourse de Paris.



Notre analyse de la performance boursière d'Iliad débute au second semestre 2018, peu après la prise de connaissance par le marché du recul du nombre d'abonnés fixe et mobile chez Free sur le premier semestre, et sur fond de rumeur, ① début août 2018, de fuite d'abonnés mobile vers Orange. La séance du 4 septembre ② marque un rebond succinct du cours qui clôture en hausse de 7 % à 115 € après la publication des résultats du S1 2018, où le marché semble saluer la hausse de rentabilité des activités françaises. Par la suite, le Groupe annonce le 3 octobre 2018 l'obtention ③ par Iliad Italia d'un portefeuille de fréquences 5G dans le cadre des enchères en Italie pour un prix d'acquisition de 1 193 m€. Toutefois, la tendance baissière se poursuit jusqu'au 12 novembre 2018 où le cours atteint un point bas à 95,8 €.

La publication du chiffre d'affaires T3 2018 ④ le 13 novembre 2018, en croissance de 1,7 %, coïncide avec le passage du cours sur une dynamique haussière, également appuyée par le lancement de la nouvelle Freebox Delta ainsi que le changement de recommandation d'investissement par Morgan Stanley ⑤ le 29 novembre 2018, passée de 'vente' à 'neutre' avec un objectif de cours révisé à la hausse ; un point haut est atteint à 129,0 € le 14 décembre 2018.

Toutefois, les premières séances de l'année 2019 viennent effacer cette hausse, période marquée par l'acquisition, le ⑥ 18 janvier 2019, de 75 % de Jaguar Network pour 100 m€, par le déroulement moins heureux qu'espéré du lancement de la nouvelle Freebox et par le montant des enchères des licences en Italie. Ces annonces conduisent le cours de clôture à un premier plus bas de 84,4 €, atteint le 8 mars 2019, peu de temps avant la publication des comptes annuels 2018 le ⑦ 19 mars 2019.

³³Le flottant au 29 juillet 2021 représentant 1,6 md€ et les volumes d'échanges quotidiens moyens sur les douze derniers mois s'établissant à 12 m€, le titre répond également aux critères de liquidité définis par l'article 2, paragraphe 1, point 1.7 b) du règlement UE n°600/2014 (seuil de 100 m€ de flottant et volume échangé journalier au moins égal à 1 m€).

La publication de ces résultats a un effet support sur le cours, maintenu dans une fourchette comprise entre 87 € et 98 € jusqu'à ce que le Groupe dévoile le ⁽⁸⁾ 7 mai 2019, son nouveau plan stratégique Odyssée, annonce un partenariat portant sur une partie de ses infrastructures passives (tours relais) sur la base d'une valeur de 2,6 md€ et communique sur le chiffre d'affaires T1 2019, en hausse de 7,7 %, principalement porté par le Mobile en France (+5 %). Par la suite, le Groupe a réalisé, ⁽⁹⁾ le 22 mai 2019, une émission inédite d'un *Schuldscheindarlehen* (placement privé de droit allemand auprès d'investisseurs institutionnels) d'un montant total de 500 m€. La succession de ces différents événements a repositionné le cours à un niveau moyen de 99 € sur le deuxième trimestre 2019.

La publication des résultats du premier semestre 2019 ⁽¹⁰⁾ le 3 septembre 2019 avec un EBITDAaL en recul de 7,4 % a eu un effet correctif sur le cours avec une baisse de 6,3 % à 89,0 €. Cette date marque également l'annonce d'un partenariat avec Infravia visant à accélérer le déploiement de la fibre optique (FTTH) dans les zones de moyenne et faible densité en France.

La fin d'année 2019 est marquée par une offre publique de rachat d'actions d'un montant de 1,4 md€ initiée par Iliad le ⁽¹¹⁾ 11 novembre 2019 portant sur le rachat de 11 666 666 actions au prix de 120 € par action, représentant 19,7 % du capital à date.

Par ailleurs, ⁽¹²⁾ le 23 décembre 2019, le Groupe annonce la finalisation de la mise en œuvre du partenariat stratégique avec Cellnex au travers de la cession à ce dernier de 70 % de la société exploitant, gérant et commercialisant les infrastructures passives de télécommunications mobiles en France. Le montant reçu par le Groupe dans le cadre de ces transactions s'élève à 2 md€. L'année 2019 se termine ainsi avec un cours robuste compris entre 113 € et 115 €, relativement proche de ses niveaux de début d'année.

L'augmentation de capital d'un montant de 1,4 md€ dans le cadre du financement de l'OPRA annoncée le 11 novembre 2019 est réalisée avec succès ⁽¹³⁾ le 27 janvier 2020, et tire le cours à la hausse jusqu'à atteindre 137,7 € le 7 février 2020.

L'éclatement de la crise sanitaire COVID-19, marquée en France par l'annonce d'un confinement national à partir du 17 mars 2020, a logiquement eu un effet sur le cours d'Iliad, qui passe de 130,0 € à la clôture de la première séance de mars à 99,6 € le ⁽¹⁴⁾ 16 mars 2020 ; néanmoins, ce recul est largement moins marqué que celui du marché et le cours retrouve un niveau proche de celui d'avant crise dès le lendemain avec un cours de clôture à 118,9 €. A partir de début avril 2020, le cours s'établit même au-delà de son niveau de début mars.

Le cours d'Iliad est alors porté par une dynamique haussière significative, marquée par la communication du chiffre d'affaires du T1 le ⁽¹⁵⁾ 12 mai 2020, en hausse de 7 % (dont +4,2 % pour la France), ainsi que l'annonce le ⁽¹⁶⁾ 10 juin 2020 de l'émission d'un emprunt obligataire de 650 m€ visant à soutenir la poursuite du déploiement de ses infrastructures Fibre et Mobile ; le premier semestre 2020 se conclut alors avec un pic historique à 181 € le 06 juillet 2020.

Le cours oscille ensuite au cours du second semestre entre 157,0 € et 181,5 € au gré des annonces sur le marché. Il convient notamment de relever que la publication des résultats du S1 2020 intervenue le 3 septembre avec ⁽¹⁷⁾ un chiffre d'affaires en hausse de 6,8 % à 2,8 md€, ainsi qu'un rebond de l'EBITDAaL de +9,4 % à 876 m€ lié à une amélioration de la rentabilité à la fois en France et en Italie. Par ailleurs, le Groupe annonce le 21 septembre ⁽¹⁸⁾ son intention d'acquérir l'opérateur polonais Play (leader du marché polonais avec 15 millions d'abonnés). Iliad renforce le 1er octobre ⁽¹⁹⁾ son portefeuille de fréquences avec l'obtention de 70 MHz des fréquences 3,4 - 3,8 GHz, ayant pour but de permettre au Groupe la poursuite de sa croissance sur le marché Mobile en France, avec le lancement des offres 5G. Également, le 23 octobre, ⁽²⁰⁾ Iliad annonce céder à Cellnex 60 % de la société qui aura vocation à gérer les infrastructures passives de télécommunication mobiles de Play ; le montant estimé à recevoir par Play est d'environ 804 m€. Enfin, le CA du T3 2020 est publié le 17 novembre 2020 et affiche une ⁽²¹⁾ hausse de 6,3 % (+1,9 % en France). Le cours de clôture de l'année 2020 s'établit à 168,1 €.

Le cours du titre suit une tendance similaire sur le premier trimestre 2021 et oscille sur les mêmes niveaux de cours. Le ⁽²²⁾ 15 janvier 2021, Bouygues Telecom tient un *Capital Market Day* au cours duquel la société annonce des objectifs très ambitieux en termes d'acquisition de parts de marché en France et d'investissements. Les échanges boursiers s'effectuent ensuite dans le contexte de l'émission d'un emprunt obligataire de 1,3 m€ ⁽²³⁾ annoncée le 4 février 2021. Cette levée a pour objet de conclure le refinancement de l'acquisition de Play. Les résultats de l'exercice 2020 ⁽²⁴⁾ sont communiqués le 16 mars 2021 et font état d'un chiffre d'affaires en hausse de 10,1 % (+6,3 % hors effet Play) ; l'EBITDAaL est en hausse de 18,4 %. Ces résultats sont favorablement perçus par le marché qui inscrit le cours sur une tendance favorable, également porté par le ⁽²⁵⁾ lancement, annoncé le 23 mars 2021, de Free Pro, offre à destination des entreprises.

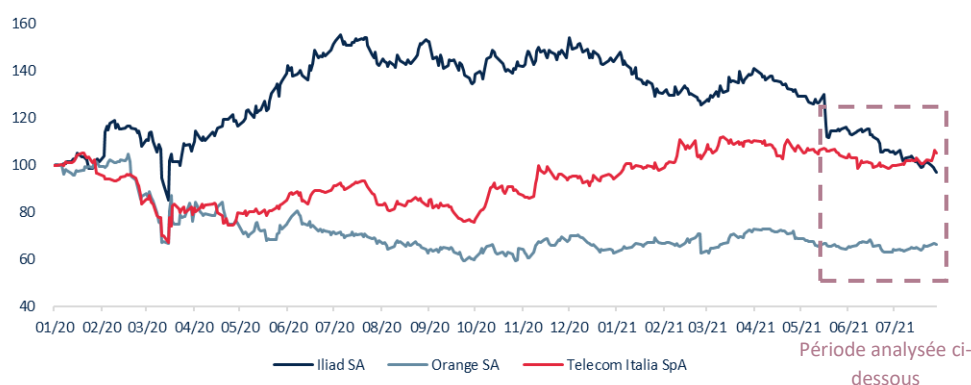
La tendance est toute autre au cours du deuxième trimestre 2021, où le cours se dégrade significativement ; notamment, le marché perçoit très négativement le communiqué du Groupe sur le CA du T1 2021 en date du ⁽²⁶⁾ 18 mai 2021 : alors que la croissance organique s'établit à près de 5 %, le marché semble sanctionner la suspension de l'objectif 2021 de cash-flow opérationnel pour la France, la direction ayant décidé d'allouer une partie minoritaire des produits de cession de sa participation résiduelle de 30% dans OTF à l'accélération du plan d'investissement 5G et, dans une moindre mesure, à la sécurisation des composants. Ainsi, le cours perd 15,5 € en une seule séance, soit en recul de 10,2 %. Cette baisse s'est prolongée jusqu'au 30 juin ⁽²⁷⁾ avec un cours de clôture à 123 €, jour où le Groupe a annoncé l'émission d'un second Schuldschein (placement privé de droit allemand) d'un montant total de 500 m€ avec pour objet de tirer avantage des conditions de marché favorables.

Le cours poursuit ensuite sa tendance baissière tout au long du mois de juillet 2021, pour finalement clôturer à 113 € ⁽²⁸⁾ le 29 juillet, veille de la date d'annonce de l'Opération.

Depuis l'annonce de l'Offre, le 30 juillet 2021 avant l'ouverture du marché, le cours de l'action Iliad a évolué dans une fourchette étroite entre 182 € et 182,8 €, pour un cours moyen pondéré par les volumes entre le 30 juillet et le 20 août 2021 de 182,05 €.

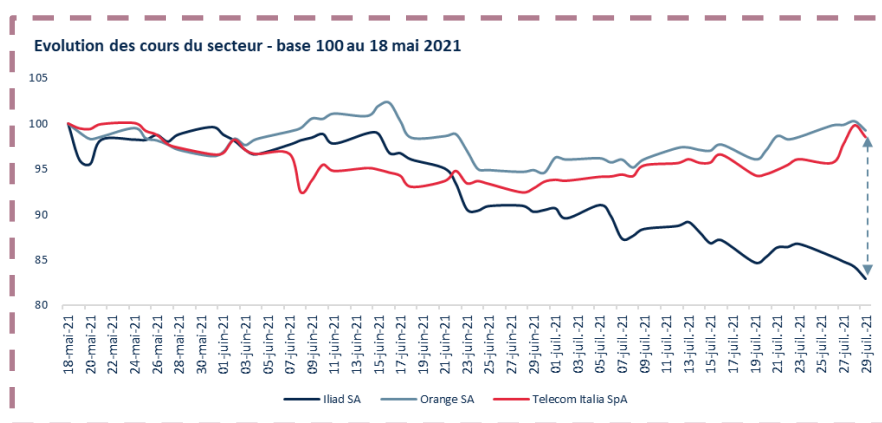
4.3.1.2 Comparaison avec Orange et Telecom Italia

Evolution des cours du secteur - base 100 au 02 janvier 2021



A la suite de l'annonce du premier confinement à partir du 17 mars 2020, le cours d'Iliad a largement surperformé ceux des actions Orange et Telecom Italia : alors que pour ces deux dernières, le cours n'a plus jamais atteint les niveaux pré COVID-19, l'action Iliad a dépassé son niveau de février 2020 après seulement deux mois.

Par la suite, l'action Iliad est portée par des résultats solides et par l'acquisition de Play en Pologne, avec un cours en hausse de plus de 50 % à mi-année par rapport à début janvier 2020. A l'inverse, Orange subit les incertitudes liées au COVID-19, l'action oscillant entre 70 % et 80 % de sa valeur de janvier 2020.



Si nous considérons la période précédant l'annonce de l'opération (depuis le 19 mai 2021³⁴), soit après la correction induite par l'annonce de la suspension de l'objectif 2021 de cash-flow, nous constatons une évolution négative du cours dans des proportions qui ne peuvent être expliquées seulement par un mouvement global sur le secteur, surtout à partir de mi-juin 2021.

4.3.1.3 Analyse historique de la volatilité de l'action Iliad

Volatilité brute	au 29/07/2021							
	20 jours	60 jours	6 mois	1 an	2 ans	3 ans	4 ans	5 ans
BT Group PLC	33,2 %	34,7 %	33,9 %	38,7 %	40,4 %	35,7 %	32,8 %	32,4 %
Koninklijke KPN NV	16,1 %	17,1 %	24,3 %	26,0 %	29,5 %	27,1 %	25,2 %	24,5 %
Orange SA	18,7 %	17,1 %	15,9 %	22,3 %	26,0 %	22,8 %	21,1 %	20,2 %
Proximus NV	13,5 %	15,6 %	24,8 %	27,2 %	35,1 %	31,5 %	29,0 %	26,9 %
Swisscom AG	11,2 %	9,1 %	14,5 %	15,4 %	20,4 %	18,8 %	17,8 %	16,8 %
Telecom Italia SpA	26,6 %	20,6 %	30,8 %	32,5 %	41,1 %	38,3 %	35,7 %	33,9 %
Telefonica SA	19,9 %	23,1 %	23,8 %	35,4 %	38,9 %	33,4 %	30,2 %	28,4 %
Telekom Austria AG	14,8 %	16,5 %	18,0 %	17,4 %	23,2 %	22,8 %	22,6 %	21,6 %
Telia Company AB	18,2 %	15,4 %	16,9 %	18,9 %	25,1 %	22,5 %	21,8 %	20,6 %
Telenor ASA	17,7 %	15,2 %	15,7 %	17,6 %	22,4 %	21,5 %	20,8 %	20,7 %
Elisa Oyj	12,2 %	11,2 %	14,8 %	18,1 %	25,4 %	24,6 %	23,6 %	22,4 %
Deutsche Telekom AG	21,9 %	19,0 %	18,6 %	19,4 %	24,3 %	21,5 %	20,3 %	19,3 %
Tele2 AB	24,9 %	17,1 %	19,6 %	21,3 %	26,1 %	25,2 %	25,1 %	24,1 %
NOS SGPS SA	25,3 %	21,7 %	25,2 %	29,7 %	30,7 %	27,4 %	25,5 %	24,5 %
Telefonica Deutschland Holding	36,8 %	29,5 %	25,9 %	26,6 %	29,8 %	28,3 %	27,1 %	26,4 %
Telenet Group Holding NV	19,0 %	17,1 %	18,1 %	23,8 %	31,0 %	30,4 %	29,1 %	27,1 %
Vodafone Group PLC	22,2 %	27,8 %	25,0 %	27,5 %	32,7 %	30,7 %	28,3 %	26,3 %
Iliad SA	20,6 %	29,8 %	26,0 %	25,8 %	34,8 %	37,0 %	36,3 %	33,6 %
Moyenne	20,7 %	19,3 %	21,5 %	24,6 %	29,5 %	27,2 %	25,6 %	24,5 %
Moyenne hors extrêmes	20,3 %	18,9 %	21,2 %	24,3 %	29,4 %	27,0 %	25,5 %	24,4 %
Médiane	19,0 %	17,1 %	19,6 %	23,8 %	29,5 %	27,1 %	25,2 %	24,5 %

Sur la période historique, le titre Iliad présente une volatilité supérieure à la moyenne de ses pairs ; la comparaison avec celle d'Orange à 1 an fait ressortir un niveau de fluctuation supplémentaire de +3,5 % à 25,8 % au 29 juillet 2021.

Sur la période plus récente, la dégradation marquée du cours d'Iliad sur le T2 2021 (évoquée supra), creuse cet écart à +10,1 % à 6 mois et +12,7 % à 60 jours. Sur un horizon à plus long terme, l'ampleur des variations du cours d'Iliad reste élevée, la prise en compte des cinq dernières années de séances boursières faisant ressortir une volatilité de 33,6 %. Cette plage intègre la période où le titre Iliad est passé, en 2 ans, de plus de 200 € en octobre 2017 à moins de 100 €, le marché semblait alors notamment sanctionner le recul du nombre d'abonnés fixe et mobile chez Free et les performances en Italie.

L'écart entre la volatilité d'Iliad et celle de ses pairs est également à mettre en relation avec l'évolution de son levier financier, ce dernier ayant pour effet d'accroître mécaniquement la volatilité de l'action. Alors qu'en moyenne, le levier en valeur d'entreprise (i.e. dette financière nette rapportée à la capitalisation boursière augmentée de sa

³⁴ Cette date marque le jour suivant le communiqué de presse du chiffre d'affaires du T1 2021, publié le 18 mai où l'action avait perdu 10 % de sa valeur en une seule séance.

dette financière nette) de l'échantillon de comparables ressort sur les 5 dernières années dans une fourchette de 34 % à 39 %, celui d'Iliad a significativement augmenté pour passer d'un niveau de l'ordre de 30 % il y a cinq ans, à une fourchette de 40 à 45 % selon la référence de cours retenue.

4.3.1.4 Référence de cours à retenir

Nous avons privilégié les moyennes 20 jours et 3 mois au 29 juillet 2021 des cours de clôture pondérées par les volumes qui s'établissent respectivement à 118,58 € et à 131,41 € et ressortent dans une fourchette comprise entre 112,75 € et 153,90 €, comme indiqué dans le tableau présenté ci-dessous.

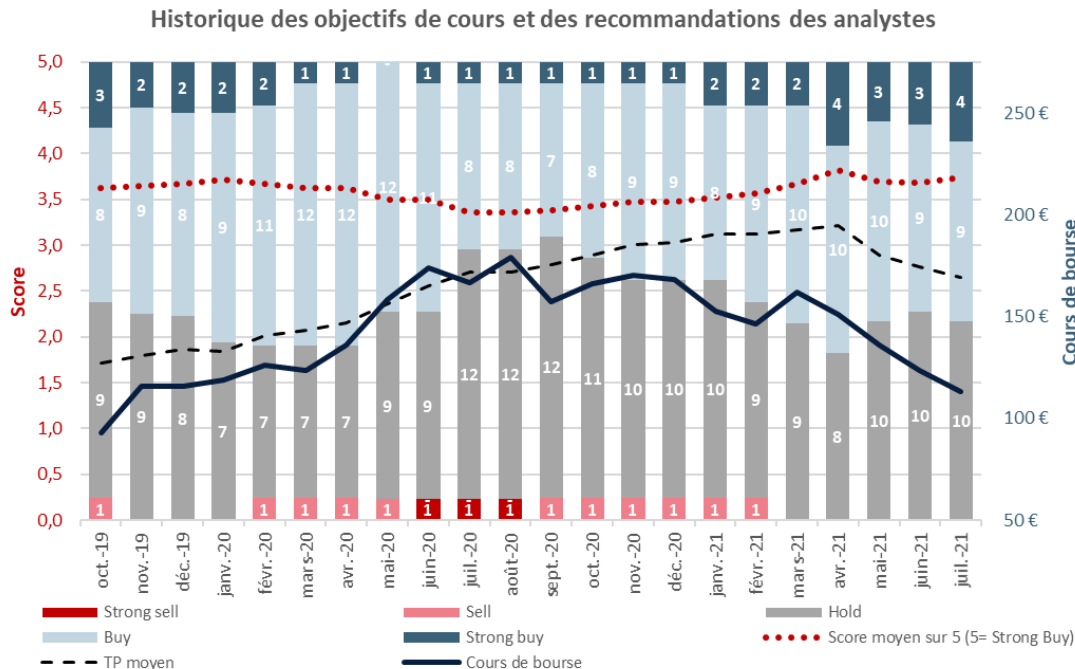
Prix et volume quotidien	Haut	Bas	Moyenne pondérée ⁽¹⁾	Volume échangé	Volume moyen quotidien	% capital échangé	% flottant échangé	Jours de cotation
36 mois	184,00	74,20	116,92	118 990 135	154 935	200,71%	594,91%	100,00%
24 mois	184,00	74,20	126,40	66 954 593	130 516	112,60%	399,42%	100,00%
12 mois	184,00	112,75	153,81	20 284 779	78 929	34,22%	144,91%	100,00%
6 mois	165,50	112,75	142,02	11 020 032	86 772	18,56%	77,69%	100,00%
3 mois	153,90	112,75	131,41	6 303 266	96 973	10,60%	44,14%	100,00%
20 jours de bourse	124,85	112,75	118,58	1 373 070	68 654	2,30%	9,55%	100,00%
Spot	114,75	112,75	113,05	70 439	70 439	0,12%	0,49%	

(1) Cours de clôture pondérés par les volumes, source : Refinitiv Eikon.

Sur la base de ces cours, le prix d'Offre de 182 € par action extériorise une prime comprise entre 38,5 % et 53,2 %.

4.3.2 Objectifs de cours des analystes

L'action Iliad est suivie par de nombreux analystes financiers publiant régulièrement leurs recommandations et objectifs de cours, comme le montre le graphique ci-dessous résumant l'historique du suivi sur 22 mois (source : Eikon Refinitiv).



Nous avons sélectionné les bureaux d'analystes ayant émis une opinion après le 18 mai 2021, qu'ils aient ou non remis à jour leur modèle de prévisions. Le tableau ci-dessous présente les 22 bureaux retenus au 29 juillet 2021, leurs objectifs de cours (le plus souvent à horizon 12 mois), et leurs recommandations. Nous avons recensé à la fois la recommandation mentionnée dans l'étude menée par le bureau d'analyse et celle issue de la base de données financière Refinitiv Eikon.

Bureau d'analyse	Date de mise à jour	Objectif de cours	Horizon en mois	Cours de référence	Recommandation (1)	Recommandation (2)	Date du cours de référence	Potentiel de variation
Alpha Value	29/07/2021	186,0 €	n.c	114,9 €			28/07/2021	62,0 %
Barclays	14/07/2021	168,0 €	n.c	121,6 €		Overweight	13/07/2021	38,2 %
Bryan Garnier & Co	13/07/2021	155,0 €	12	121,0 €	Buy	Buy	12/07/2021	28,1 %
Morgan Stanley	09/07/2021	155,0 €	n.c	119,5 €	Equal-weight	Equal-weight	08/07/2021	29,7 %
Bank of America	09/07/2021	153,0 €	n.c	119,5 €		Neutral	08/07/2021	28,0 %
HSBC	08/07/2021	150,0 €	n.c	119,1 €	Hold	Buy	07/07/2021	25,9 %
Citigroup	07/07/2021	150,0 €	n.c	122,5 €		Buy	06/07/2021	22,4 %
Société Générale	29/06/2021	170,0 €	12	124,0 €	Buy	Buy	25/06/2021	37,1 %
NewStreet	22/06/2021	220,0 €	n.c	129,7 €	Buy		21/06/2021	69,7 %
CaixaBank BPI	18/06/2021	186,9 €	n.c	121,0 €	Buy	Buy	16/06/2021	54,5 %
Goldman Sachs	17/06/2021	157,0 €	12	132,0 €	Neutral	Neutral	16/06/2021	18,9 %
Deutsche Bank	07/06/2021	155,0 €	n.c	132,5 €	Hold	Hold	03/06/2021	17,0 %
Kepler Chevreux	01/06/2021	190,0 €	n.c	135,9 €	Buy	Buy	31/05/2021	39,8 %
Berenberg	25/05/2021	155,0 €	n.c	134,0 €	Hold	Hold	24/05/2021	15,7 %
Morningstar	24/05/2021	165,0 €	n.c	134,0 €		Buy	23/05/2021	23,1 %
Exane BNPP	19/05/2021	215,0 €	n.c	136,4 €	Outperform	Outperform	18/05/2021	57,6 %
Santander	19/05/2021	162,0 €	12	137,2 €	Hold	Hold	18/05/2021	18,1 %
CIC Market Solutions	19/05/2021	211,0 €	n.c	136,4 €	Buy	Buy	18/05/2021	54,7 %
Crédit Suisse	30/06/2021	131,0 €	n.c	123,2 €	Neutral	Neutral	29/06/2021	6,4 %
UBS	18/05/2021	192,0 €	12	152,0 €	Buy	Buy	17/05/2021	26,4 %
Stifel	18/05/2021	205,0 €	n.c	152,0 €	Buy	Buy	17/05/2021	34,9 %
JP Morgan	18/05/2021	230,0 €	7	152,0 €	Overweight	Overweight	17/05/2021	51,4 %
Moyenne brute		175,5 €		130,5 €				34,5 %
Moyenne hors extrêmes		175,0 €		130,2 €				34,2 %
Médiane		166,5 €		130,8 €				28,9 %
Valeur minimale		131,0 €		114,9 €				6,4 %
Valeur maximale		230,0 €		152,0 €				69,7 %
Borne inférieure		163,8 €		125,6 €				27,1 %
Borne supérieure		187,3 €		135,3 €				41,9 %

(1) : Recommandation mentionnée dans l'étude menée par le bureau d'analyse

(2) : Recommandation issue de la base de donnée financière Refinitiv Eikon

Cette sélection conduit à un objectif de cours moyen de 175,5 € et un cours médian de 166,5 €³⁵. Sur ces bases, le prix d'Offre extériorise une prime comprise entre 3,7% et 9,3 %.

Par ailleurs, nous relevons que les objectifs de cours s'inscrivent dans un large éventail de valeurs, compris entre 131 € pour le plus bas, et 230 € pour le plus élevé, témoignant de la diversité des opinions des analystes sur la Société. De plus, l'écart moyen entre le cours de bourse et l'objectif de cours (le potentiel de variation) s'élève à +34,5 % avec une dispersion plus ou moins forte selon les analystes financiers.

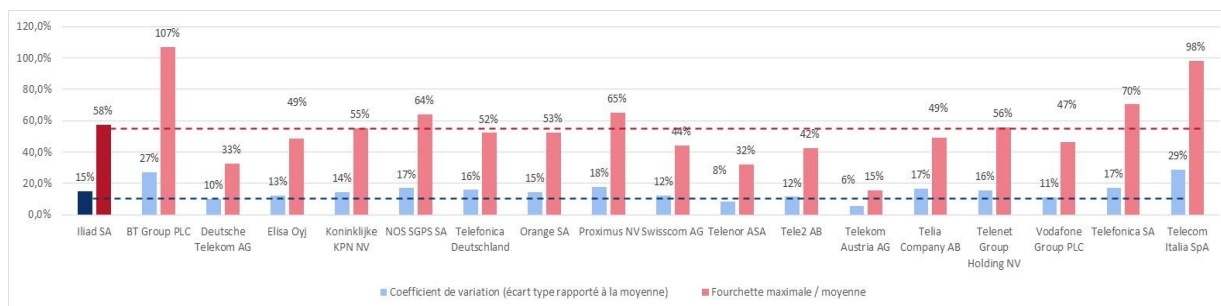
A titre d'illustration : le 18 mai 2021, Crédit Suisse a fait la prévision d'un objectif de cours de 131 € avec un cours de référence de la veille de la date de publication de l'étude qui s'élevait à 152 €, soit une décote de -13,8%. Selon l'analyste, cette décote se justifie principalement par des perspectives de croissances limitées entraînant une incapacité de la Société à générer des flux de trésorerie suffisants à long terme. Ce broker a toutefois réitéré son objectif de cours de 131 € au 30 juin 2021, entraînant mécaniquement une prime de 6,4% (par rapport au cours de référence du 29 juin 2021 égal à 120 €). Nous relevons toutefois que les prévisions d'objectif de cours effectuées par Crédit Suisse restent inférieures à celles réalisées par les autres analystes financiers.

A contrario, JP Morgan est l'analyste financier le plus optimiste avec un objectif de cours de 230 € annoncé également le 18 mai 2021, soit une prime de 51,4% par rapport au cours de la veille qui s'explique par des prévisions opérationnelles plus volontaristes que celles du consensus (taux de marge d'EBITDAaL et investissements prévisionnels respectivement supérieurs et inférieurs au consensus) et par une dette relative aux investissements de fréquences inférieure au montant comptabilisé fin 2020 par le Groupe.

³⁵Ces objectifs étant souvent prévus à un horizon de 12 mois, nous aurions pu appliquer un facteur d'actualisation ces valeurs afin d'obtenir leur valeur présente qui aurait été nécessairement inférieure. Au vu du contexte de retrait obligatoire, nous n'avons pas tenu compte de ce facteur dans nos travaux.

Dans ce contexte, nous préférons présenter une fourchette statistique qui encadre la valeur avec un intervalle de confiance à 95 % de la moyenne (par application de la loi Student³⁶), laquelle ressort comprise entre 163,8 € et 187,3 €. Selon cette approche, le prix d'Offre se situe proche de la borne supérieure de la fourchette.

Le graphique figurant ci-dessous présente des indicateurs (coefficient de variation et la valeur maximale rapportée à la moyenne) qui permettent de mesurer le degré de dispersion de la fourchette des objectifs de cours que présentent les analystes financiers pour les comparables. Par souci d'homogénéité, les indicateurs présentés ont été déterminés à partir des objectifs de cours relevés au 26 juillet 2021 et exprimés en euros.



Le coefficient de variation et le ratio fourchette supérieure / moyenne d'Iliad s'élève respectivement à 15,2 % et 57,5 %. Ces indicateurs ressortent proches de la moyenne de ceux relevés chez les comparables (respectivement 15,1 % et 54,8 %). Ces résultats confirment que la dispersion des objectifs de cours produits par les analystes financiers pour le Groupe n'est pas anormale pour ce secteur sous forte pression concurrentielle et à forte intensité capitalistique.

³⁶La loi de Student permet le calcul d'intervalles de confiance statistique sur des échantillons de taille réduite sur lesquels l'effet de la loi des grands nombres est limité.

4.3.3 Évaluation par la méthode DCF (somme des parties)

L'utilisation de la méthode de l'actualisation de flux de trésorerie / somme des parties nous paraît particulièrement adaptée pour évaluer la Société, dans la mesure où elle permet de modéliser les flux attendus par le management pour chacune des zones où ils sont générés et de leur associer un niveau de risque individualisé, par le biais du taux d'actualisation.

4.3.3.1 Taux d'actualisation

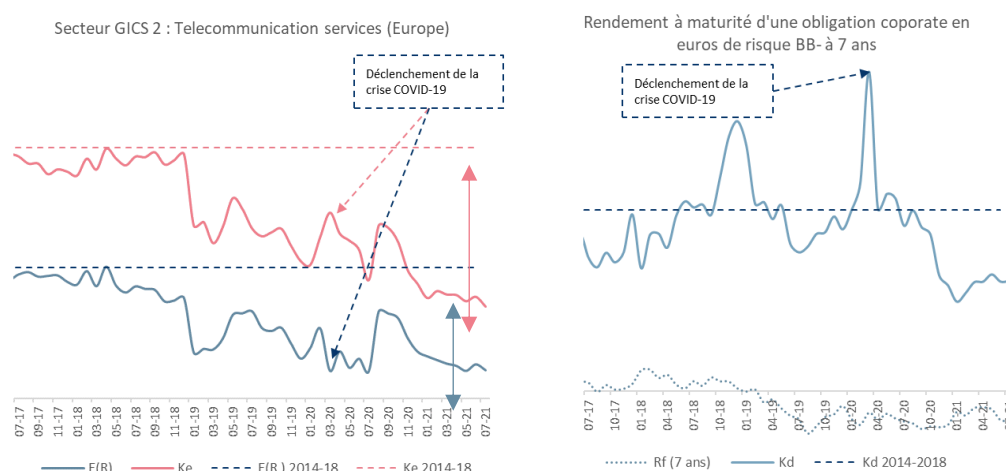
Les taux d'actualisation appliqués à l'approche DCF ont été déterminés à partir des données publiées tous les mois par le cabinet sous la marque Fairness Finance. Il représente un coût d'opportunité pour un actionnaire minoritaire qui aurait à réaliser un investissement de même risque. Les flux actualisés étant des flux libres d'exploitation³⁷, ceux-ci sont actualisés à un coût moyen pondéré du capital (CMPC ci-après) qui comporte deux branches :

- Un coût des fonds propres, qui peut se décomposer comme la somme des éléments suivants (approche usuelle de type MEDAF³⁸) :
 - le taux de rendement rémunérant le risque moyen d'une société cotée, ajusté d'un coefficient bêta représentant le risque systématique (non diversifiable) relatif associé au secteur des Telcos ;
 - les risques de prévision, spécifiques au Groupe, qui auraient pu être pris en compte directement dans les flux par un mécanisme de probabilisation, comme dans une approche de type rNPV³⁹ (aléa de prévision, risque de défaut notamment) et qui touchent principalement les actionnaires ;
 - un risque local qui peut se décomposer en une prime de risque pays reflétant le risque général de la zone dans laquelle les flux sont générés (risque géopolitique, politique, fiscal, juridique ...), auquel s'ajoute un risque monétaire s'agissant de la Pologne.
- Un coût de la dette (ajusté de l'effet du *tax shield*) qui représente le taux auquel la société se finance et qui peut être apprécié au regard des emprunts souscrits récemment et du niveau général des taux obligataires *corporate* observés la date du calcul pour un profil de risque et une maturité comparable.

L'appréciation à fin juillet 2021 du taux d'actualisation applicable à l'infini aux flux du DCF présentait cependant un certain nombre de difficultés détaillées ci-après :

■ Situation générale sur les marchés des capitaux :

Dans le contexte actuel de sortie de crise sanitaire accompagné d'un soutien important de la BCE à l'économie, l'appréciation du taux applicable aux flux futurs actualisés à l'infini est délicate, les taux observés sur les marchés actions et obligataires ayant atteint des plus bas historiques en Europe, comme illustré ci-dessous :



³⁷ Flux de trésorerie libres permettant de rémunérer les actionnaires et les prêteurs.

³⁸ Modèle d'Équilibre des Actifs Financiers

³⁹ Pour *Risk adjusted Net Present Value*

Où :

- **E(R)** est l'espérance de rendement MEDAF, **Ke** est le coût des fonds propres du secteur des *telcos* en Europe avec, matérialisés en pointillés, les moyennes de l'indicateur correspondant sur la période 2014-2018 ;
- **Rf** est le taux sans risque (panier de pays de la zone euro notés AA et mieux, pondéré par leur poids dans l'économie de la zone) et **Kd** le rendement à maturité moyen observé pour une obligation *corporate* émise en euros de risque BB- avec une maturité de 7 ans (la moyenne 2014-18 étant également matérialisée en pointillés sur le graphique).

Le maintien de cette situation à long terme sans rebond de l'inflation étant peu probable, nous avons privilégié des historiques de données long terme (5 ans) pour le calcul du bêta et de la volatilité applicable au titre Iliad.

▪ **Appréciation du bêta d'Iliad :**

Comme détaillé en annexe 7.5, le titre Iliad se caractérise par une volatilité relative au marché importante (177 %) et par une corrélation très faible (coefficient de détermination de 11 %) qui rend son bêta non significatif. Nous avons donc cherché à apprécier le bêta anticipé théorique de l'action en retenant une hypothèse de convergence de la corrélation du titre vers celle du secteur dans son ensemble. Une fois corrigé de ce biais, le bêta désendetté du titre Iliad ressort à 0,58 soit au centre de la fourchette⁴⁰ haute des bêtas désendettés relevés chez les comparables du secteur (0,48 – 0,60), composé en majorité d'opérateurs historiques, et proche du bêta moyen relevé chez les seuls opérateurs alternatifs (0,56).

▪ **Biais de prévisions :**

Les flux actualisés n'étant pas probabilisés de l'aléa de prévision et du risque de défaut, ces risques ont été pris en compte dans le taux d'actualisation :

- En appliquant la prime de risque pour biais d'optimisme usuelle constatée sur longue période chez les analystes financiers (le plan d'affaires du management ne s'éloignant pas significativement des prévisions du consensus, cf. §3.5 supra).
- En tenant compte de l'effet d'un levier d'endettement significatif sur le risque de défaut par le biais d'une prime de risque extraite du *spread* taux fixe demandé par les prêteurs pour un risque crédit *corporate* BB- et en tenant compte du fait que ceux-ci bénéficieront d'un taux de récupération en cas de défaut non nul (cf. coût de la dette infra).

▪ **Risque pays :**

Les données générales entrant dans la constitution du CMPC ayant été relevées sur un échantillon de 1 217 sociétés opérant dans la zone euro, celles-ci doivent être ajustées pour tenir compte du risque pays local, notamment en Italie et en Pologne. Ces ajustements ont été réalisés à deux niveaux :

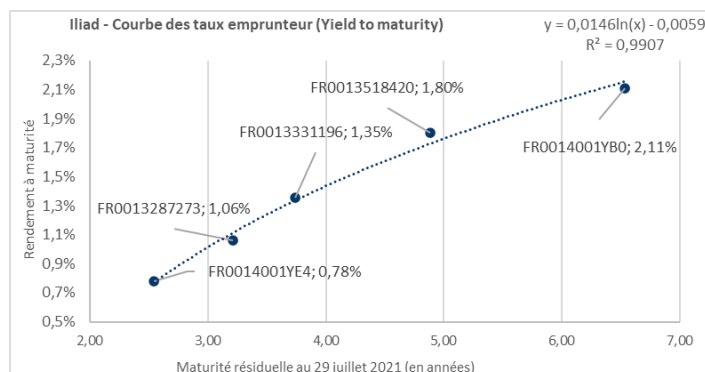
- Une prime de risque « pays » a été ajoutée au coût des fonds propres et au coût de la dette. Celle-ci a été appréciée à partir des travaux du professeur Aswath Damodaran, arrêtés au 1^{er} juillet 2021, qui calcule ces primes à partir d'une probabilité de défaut historique basée sur la note attribuée par l'agence Moody's à chacun des pays concernés. Nous avons ajusté ces données à la baisse pour tenir compte du fait que nos données de référence, basées sur la zone euro, n'agrégeaient pas que des pays notés AAA.
- Les *cash-flows* polonais ayant été convertis en euros sur la base d'un taux unique, le risque lié au différentiel d'inflation futur n'a pas été corrigé dans les flux. Nous avons donc tenu compte de ce biais

⁴⁰ Intervalle de confiance statistique à 95 % du bêta sectoriel moyen.

dans le taux en appliquant la formule de Fisher avec des hypothèses d'inflation estimées à partir des prévisions 2026 du FMI⁴¹

▪ **Coût de la dette applicable à Iliad :**

L'analyse de la courbe des taux emprunteurs du Groupe au 29 juillet 2021 fait ressortir des rendements à maturité à long terme compris entre 2,11 % (obligation Ithaque, échéance février 2028) et 2,25 % (maturité 7 ans, extrapolation de la courbe des taux à 7 ans).



(Source : Refinitiv Eikon, données au 29 juillet 2021)

Ces références ressortent cohérentes avec les analyses des obligations *corporate* émises en euros réalisées par Fairness Finance au 23 juillet pour une obligation à 7 ans de risque BB- qui place le coût de la dette spot applicable au Groupe à 2,25 % pour une maturité de 7 ans en France.

▪ **Synthèse des taux d'actualisation applicables à chaque zone géographique :**

Appréciation du taux d'actualisation	23-juil.-21					
	France		Italie		Pologne	
	Hors dette	Avec levier	Hors dette	Avec levier	Hors dette	Avec levier
Bêta de l'actif économique : β_U	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58
Levier cible $L_U = DN / VFP$	-	78,20%	-	78,20%	-	78,20%
Bêta avec levier : β_L	0,58	0,92	0,58	0,93	0,58	0,95
TRI du marché (zone euro)	7,83%	7,83%	7,83%	7,83%	7,83%	7,83%
Taux sans risque : R_f	(0,27%)	(0,27%)	(0,27%)	(0,27%)	(0,27%)	(0,27%)
Prime de risque actions : Π_E	8,09%	8,09%	8,09%	8,09%	8,09%	8,09%
Prime MEDAF : Π_R	6,09%	6,09%	6,09%	6,09%	6,09%	6,09%
$\Pi_E - \Pi_R$	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Prime Small Cap : Π_L	-	-	-	-	-	-
Biais de prévision	0,25%	1,92%	0,25%	1,92%	0,25%	1,92%
Prime de risque pays	0,22%	0,22%	1,63%	1,63%	0,52%	0,52%
Coût des fonds propres : k_e	5,76%	9,48%	7,17%	10,94%	6,05%	9,96%
Taux sans risque	-	(0,51%)	-	(0,51%)	-	(0,51%)
Spread de risque crédit	-	2,54%	-	2,54%	-	2,54%
Prime de risque pays	-	0,22%	-	1,63%	-	0,52%
Coût de la dette avant IS : k_d	-	2,25%	-	3,66%	-	2,54%
Charge d'intérêt après IS	-	1,67%	-	2,78%	-	2,06%
Levier cible $L_{VE} = DN / VE$	-	43,9%	-	43,9%	-	43,9%
CMPC (EUR)	5,76%	6,05%	7,17%	7,36%	6,05%	6,49%
Inflation (zone euro)	-	-	-	-	1,79%	1,79%
Inflation (locale)	-	-	-	-	2,67%	2,67%
CMPC (local)	5,76%	6,05%	7,17%	7,36%	6,96%	7,41%
CMPC retenu		6,05%		7,36%		7,41%

Dans le contexte décrit supra, les taux retenus dans nos travaux ressortent à 6,05 % pour la France, à 7,36 % pour l'Italie et à 7,41 % pour la Pologne (après prise en compte du différentiel d'inflation avec la zone euro). Ces taux ressortent dans les fourchettes basses relevées chez les analystes financiers⁴², et inférieurs à ceux retenus par le management dans le cadre de ses tests de dépréciation IAS 36⁴³ à fin décembre 2020 (cf. annexe 7.8)

⁴¹ World Economic Outlook d'avril 2021, cf. annexe 7.6.

⁴² 6,1-7,3 % pour la France, 6,5 %-7,7 % pour l'Italie et 7,3 %-9,2 % pour la Pologne.

⁴³ 6,5 % pour la France et 9,0 % pour l'Italie.

4.3.3.2 Prévisions du plan d'affaires 2021-2026

Les prévisions du plan d'affaires du management ont été détaillées et contextualisées supra, §3.4, §3.5.

Le management n'ayant pas réalisé de prévisions de variation de BFR au-delà de 2021, nous avons réalisé nos propres projections en partant du consensus des analystes financiers et en l'ajustant des prévisions d'actifs BTS cédés tous les ans, fournies par le management.

Note méthodologique : en l'absence de prévisions de BFR par pays, nous avons opté pour un découpage proportionnel, basé sur la répartition observée en 2021.

4.3.3.3 Flux normatifs

S'agissant de la France, la valeur terminale retient :

- un taux de croissance du chiffre d'affaires de 1,0 %, égal à la médiane des taux de croissance à l'infini retenus par les analystes financiers qui publient cette information pour la France ou pour le Groupe (cf. annexe 7.9) ; ce taux nous semble adapté dans un contexte de stabilité relative de la base d'abonnés dans un marché mature et d'un tarif facturé décorrélé de l'inflation générale des prix ;
- un taux de marge d'EBITDAaL cible de 39,7 %, égal à la prévision 2026 du plan du management ;
- un ratio d'investissements égal à 23,0 % du chiffre d'affaires, correspondant à la prévision d'investissement hors fréquences 2026 du plan d'affaires (20,9 % du chiffre d'affaires) ajustée du montant annualisé des investissements en fréquences ; ce dernier est estimé à partir du montant anticipé des dotations aux amortissements du plan (sans prise en compte de l'effet de décalage induit par l'inflation sur la valeur des actifs acquis par rapport à leur amortissement qui aurait eu un impact négatif sur la valeur) ;
- une dotation aux amortissements représentant également 23,0 % du chiffre d'affaires (prévision 2026 du management) ;
- un impôt sur les sociétés estimé à 28,7 % de l'EBIT anticipé et tenant compte de la CVAE ;
- des frais financiers au titre de la part financière des loyers opérationnels IFRS 16, non pris en compte dans l'EBITDAaL, estimés par le management à 37 m€ en 2026 ;
- un coût récurrent des plans d'intéressement, assimilés à une charge de personnel, estimé à 38 m€ annuels en 2026 par le management ;
- une ressource financière issue du BFR (variation de BFR négative) estimée à 3,6 % de la variation du chiffre d'affaires (niveau estimé en 2026, ajusté des actifs BTS) ;
- une économie de charge récurrente de 0,4 m€ correspondant aux frais de cotation de la Société, du fait du retrait obligatoire envisagé.

S'agissant de l'Italie, la valeur terminale retient :

- un taux de croissance du chiffre d'affaires de 1,0 %, égal à la médiane des taux de croissance à l'infini retenus par les analystes financiers qui publient cette information (cf. annexe 7.9) ; ce taux nous paraît équilibré, l'Italie offrant une réserve de croissance à l'issue du plan supérieure en termes d'abonnés à celle des marchés plus matures que sont la France et la Pologne, mais avec un effet prix à l'infini (cf. prévisions d'inflation du FMI présentées en annexe 7.7) significativement inférieurs aux deux autres zones ;
- un taux de marge d'EBITDAaL cible de 30,1 %, égal à la prévision 2026 du plan du management qui tient compte d'un niveau marge structurellement inférieur en Italie du fait des accords de *roaming* nationaux mis en place pour limiter les investissements ;

- un ratio d'investissements égal à 25,2 % du chiffre d'affaires, correspondant à la prévision d'investissements hors fréquences du plan d'affaires (16,4 % du chiffre d'affaires) ajustée du montant annualisé des investissements en fréquences ; ce dernier est estimé à partir du montant anticipé des dotations aux amortissements du plan (sans prise en compte de l'effet de décalage induit par l'inflation sur la valeur des actifs acquis par rapport à leur amortissement qui aurait eu un impact négatif sur la valeur) ;
- une dotation aux amortissements représentant également 25,2 % du chiffre d'affaires (prévision 2026 du management) ;
- un impôt sur les sociétés estimé à 27,9 % de l'EBIT anticipé et tenant compte de l'IRAP ;
- des frais financiers au titre de la part financière des loyers opérationnels IFRS 16, non pris en compte dans l'EBITDAaL, estimés par le management à 14 m€ en 2026 ;
- un coût récurrent des plans d'intéressement, assimilés à une charge de personnel, estimé à 0,5 m€ annuels en 2026 par le management ;
- un besoin de financement du BFR estimée à 0,1 % de la variation du chiffre d'affaires (niveau estimé en 2026 pour le Groupe, ajusté des actifs BTS).

S'agissant de la Pologne, la valeur terminale retient :

- un taux de croissance du chiffre d'affaires de 1,0 %, égal à la médiane des taux de croissance à l'infini retenus par les analystes financiers qui publient cette information (cf. annexe 7.9). Mis en perspective avec les prévisions d'inflation du FMI (cf. annexe 7.7) ; ce taux implique une croissance en termes réels négative pour l'activité polonaise qui ressort toutefois cohérente avec les prévisions de croissance du management (TCAM 2021-2026 de 1,6 % alors que l'inflation attendue sur la même période ressort en moyenne à 2,6 % en Pologne). Cette hypothèse est cohérente avec l'inertie anticipée sur l'ARPU en Pologne et avec nombre d'abonnés qui ne peut croître significativement sur ce marché mature ;
- un taux de marge d'EBITDAaL cible de 36,4 %, égal à la prévision 2026 du plan du management ;
- un ratio d'investissements égal à 20,1 % du chiffre d'affaires, correspondant à prévision d'investissement hors fréquences 2026 du plan d'affaires (15,1 % du chiffre d'affaires) ajustée du montant annualisé des investissements en fréquences ; ce dernier est estimé à partir du montant anticipé des dotations aux amortissements du plan (sans prise en compte de l'effet de décalage induit par l'inflation sur la valeur des actifs acquis par rapport à leur amortissement qui aurait eu un impact négatif sur la valeur) ;
- une dotation aux amortissements représentant également 20,1 % du chiffre d'affaires (prévision 2026 du management) ;
- un impôt sur les sociétés estimé à 19,0 % de l'EBIT anticipé ;
- des frais financiers au titre de la part financière des loyers opérationnels IFRS 16, non pris en compte dans l'EBITDAaL, estimés par le management à 17 m€ en 2026 ;
- le plan d'affaire ne prévoit pas de coût récurrent des plans d'intéressement pour la Pologne ;
- un besoin de financement du BFR estimée à 5,5 % de la variation du chiffre d'affaires (niveau estimé en 2026, ajusté des actifs BTS).

4.3.3.4 Résultats de l'approche

Compte-tenu de ce qui précède, la méthode DCF extériorise une valeur d'entreprise pour le Groupe dans son ensemble de 16,6 m€. Après ajustement des éléments de passage entre la valeur d'entreprise et celle des capitaux propres (cf. §4.1.2 supra) et d'un nombre d'actions dilué de 59,3 m (cf. §4.1.1 supra), la valeur du titre Iliad ressort à 144,73 €. La prime induite par le prix d'Offre ressort donc à 25,8 % :

Iliad - Somme des parties					
m€	France	Italie	Pologne	SOTP ⁽¹⁾	(-) Italie ⁽²⁾
Valeur présente des flux de trésorerie	2 876	(221)	1 351	4 005	4 227
Cash flow terminal	689	35	219	943	908
Valeur terminale	13 643	558	3 413	17 614	17 056
Valeur présente de la valeur terminale	9 921	379	2 316	12 617	12 238
Valeur d'entreprise	12 797	158	3 667	16 623	16 464
Position financière nette	(7 306)	6	(123)	(7 423)	(7 429)
Autres éléments	1 418	(957)	(1 075)	(613)	343
Valeur des capitaux propres	6 910	(793)	2 469	8 586	9 379
Nombre d'actions dilué (en k)	59 326	59 326	59 326	59 326	118 652
Valeur en € par action	116,47 €	-13,36 €	41,62 €	144,73 €	158,09 €

(1) Sum Of The Parts ou somme des parties

(2) Valeur de l'Italie fixée arbitrairement à 0 (VE = dettes)

L'approche par actualisation de flux de trésorerie tient compte d'une valeur d'entreprise en Italie qui ne couvre pas les dettes qui lui sont attribuables (dettes de fréquences compensées partiellement par les reports déficitaires générés dans cette zone essentiellement). De ce fait, l'Italie contribue négativement à la somme des parties. Cette situation, justifiée d'un point de vue financier (la dette de fréquence sera de toute façon assumée par la France), correspond à une vision court/moyen terme de la valeur de l'investissement qui n'est, à priori, pas celle de l'Initiateur⁴⁴. Dans ce contexte, nous avons présenté un scénario où la valeur de l'Italie serait arbitrairement ramenée à zéro (la valeur d'entreprise dans ce cas vaudrait au moins le montant des dettes qui lui sont directement attribuables). Cette approche valorise le titre Iliad à 158,09 €. Cette option réduit la prime offerte par le prix d'Offre à 15,1 %.

4.3.3.5 Analyses de sensibilités

En plus du scénario présenté ci-dessus, nous avons développé les analyses de sensibilités habituelles de l'approche DCF aux paramètres actuariels (taux d'actualisation et taux de croissance à l'infini) et aux principaux paramètres opérationnels (marge d'EBITDAaL et ratio Capex sur chiffre d'affaires normatifs) pour chacune des zones (cf. annexe 7.11) et pour le Groupe dans son ensemble :

Valeur d'entreprise					
Iliad - Groupe		Variation du CMPC			
m€		-0,50%	-0,25%	0,00%	0,25%
g [∞]	0,60%	17 201	16 405	15 678	15 013
	0,80%	17 761	16 908	16 133	15 425
	1,00%	18 369	17 452	16 623	15 868
	1,20%	19 030	18 042	17 151	16 344
	1,40%	19 753	18 683	17 723	16 857

Valeur par action					
Iliad - Groupe		Variation du CMPC			
		-0,50%	-0,25%	0,00%	0,25%
g [∞]	0,60%	154,5 €	141,1 €	128,8 €	117,6 €
	0,80%	163,9 €	149,5 €	136,5 €	124,5 €
	1,00%	174,2 €	158,7 €	144,7 €	132,0 €
	1,20%	185,3 €	168,7 €	153,6 €	140,0 €
	1,40%	197,5 €	179,5 €	163,3 €	148,7 €

Valeur d'entreprise					
Iliad - Groupe		Var. du ratio Capex/CA normatif			
m€		-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%
Var. taux d'EbitdaaL normatif	-2,00%	16 623	15 731	14 839	13 948
	-1,00%	17 514	16 623	15 731	14 839
	0,00%	18 406	17 514	16 623	15 731
	1,00%	19 298	18 406	17 514	16 623
	2,00%	20 189	19 298	18 406	17 514

Valeur par action					
Iliad - Groupe		Var. du ratio Capex/CA normatif			
		-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%
Var. taux d'EbitdaaL normatif	-2,00%	144,7 €	129,7 €	114,7 €	99,6 €
	-1,00%	159,8 €	144,7 €	129,7 €	114,7 €
	0,00%	174,8 €	159,8 €	144,7 €	129,7 €
	1,00%	189,8 €	174,8 €	159,8 €	144,7 €
	2,00%	204,8 €	189,8 €	174,8 €	159,8 €

⁴⁴ Celui-ci proposant un prix de 182 € par action Iliad.

Ces analyses ont été complétées par des scénarios alternatifs qui s'éloignent de la vision du management, mais pour lesquels nous avons souhaité tester l'incidence sur la valeur de l'action :

- **Plan d'affaires du management en avance d'un an** : dans le cas où le plan d'affaires du management serait en avance d'un an à partir de 2023, la valeur par action issue de l'approche DCF ressortirait à 150,03 € (soit une prime offerte par le prix d'Offre de 21,3 %).
- **Convergence du ratio EBITDAaL – Capex normatif vers la moyenne sectorielle** : Le ratio EBITDAaL – Capex prévu en 2026 plan ressort cohérent avec le consensus des analystes financiers sur Iliad mais légèrement inférieur à celui prévu en moyenne à horizon 2025 sur notre échantillon de comparables boursiers⁴⁵. Nous avons donc testé l'impact sur la valeur d'une convergence de ce ratio, en année normative, vers le niveau moyen sectoriel anticipé à horizon 2025. La valeur par action Iliad ressort dans ce cas à 170,6 € (soit une prime offerte par le prix d'Offre de 6,7 %).
- **Valeur d'entreprise de l'Italie fixée au niveau consensus des analystes financier** : Le consensus des analystes financiers estime, en moyenne, une valeur d'entreprise de 1,4 md€ pour l'Italie (et 0,9 md€ en médiane). Ces chiffres regroupent un petit nombre de prévisions très hétérogènes et n'ont donc que peu de pertinence statistique. Nous avons toutefois testé l'impact sur la valeur de l'injection de ces prévisions dans notre somme des parties. Dans ce cas, la valeur par action Iliad serait ressortie à 164,99 € pour l'approche moyenne et à 157,47 € pour l'approche médiane (soit une prime offerte par le prix d'Offre comprise entre 10,3 % et 15,6 %).

⁴⁵Tout en restant dans l'intervalle de confiance statistique à 95 % de cette moyenne et donc statistiquement cohérent avec les prévisions sectorielles.

4.3.4 Évaluation par la méthode des comparables boursiers

4.3.4.1 Constitution d'un échantillon large

Le statut d'*outsider* d'Iliad dans le secteur des *telcos* fait qu'il n'existe pas, à notre connaissance, de concurrent coté strictement comparable en termes de répartition d'activité, de taille, ou ayant une dynamique et des ambitions comparables en termes de couple revenus / investissements.

À défaut, nous avons constitué un échantillon sectoriel le plus large possible, composé à la fois des opérateurs dits historiques⁴⁶ européens, souvent d'anciens opérateurs monopolistiques dépendant des États et de taille importante, et d'un petit nombre d'opérateurs dit alternatifs, apparus depuis l'ouverture du marché des télécoms. Si ces derniers sont, par nature, plus comparables à la Société, leur petit nombre et leur hétérogénéité ne permet pas de les retenir exclusivement dans notre analyse. Une description détaillée des sociétés composant l'échantillon ainsi constitué est présentée en annexe 7.12.

4.3.4.2 Multiples retenus

Afin de tenir compte à la fois du développement des revenus prévus dans le plan d'affaires et des investissements nécessaires pour atteindre ces objectifs, nous avons privilégié les multiples prévisionnels médians de VE/EBITDAaL et de VE/EBITDAaL-Capex (hors fréquences) relevés au 29 juillet 2021 (cours moyen 20 jours) pour les années 2021 à 2024 (limite des prévisions disponibles chez les comparables boursiers).

Nous n'avons pas retenu les multiples de chiffre d'affaires, peu significatifs dans un secteur des télécom aux marges et aux investissements hétérogènes, d'EBITaL, du fait des durées d'amortissement particulièrement longue de certains actifs comme les fréquences, et de P/E, affectés par la structure financière de la cible. Les multiples obtenus figurent dans le tableau suivant :

Société	VE / EBITDAaL (x)					VE / EBITDA - Capex (x)				
	2020	2021	2022	2023	2024	2020	2021	2022	2023	2024
BT Group PLC	5,8x	5,8x	5,6x	5,5x	5,3x	20,9x	21,7x	20,6x	18,9x	16,9x
Koninklijke KPN NV	7,4x	7,1x	6,9x	6,7x	6,6x	22,8x	13,6x	13,5x	12,4x	12,0x
Orange SA	4,6x	4,6x	4,5x	4,4x	4,4x	14,2x	11,4x	10,1x	9,1x	8,8x
Proximus NV	4,5x	4,7x	4,7x	4,7x	4,7x	10,3x	14,2x	15,1x	14,4x	14,1x
Swisscom AG	7,8x	7,8x	7,8x	7,7x	7,7x	15,1x	15,7x	15,5x	15,2x	15,3x
Telecom Italia SpA	6,1x	5,8x	5,6x	5,5x	5,6x	16,9x	15,7x	13,9x	13,3x	14,0x
Telefonica SA	5,1x	5,3x	6,1x	6,0x	6,1x	12,2x	10,5x	12,6x	12,0x	12,1x
Telekom Austria AG	4,8x	4,7x	4,6x	4,5x	4,4x	9,9x	11,2x	10,1x	9,6x	8,9x
Telia Company AB	5,5x	5,4x	5,6x	5,4x	5,3x	10,8x	11,3x	11,8x	10,1x	9,7x
Telenor ASA	3,5x	4,1x	4,0x	3,8x	3,7x	5,3x	7,0x	6,3x	6,0x	5,7x
Elisa Oyj	14,4x	14,1x	13,5x	13,1x	12,8x	22,7x	21,9x	20,8x	20,0x	18,9x
Deutsche Telekom AG	7,4x	6,4x	6,2x	5,8x	5,8x	19,6x	13,4x	12,5x	10,5x	10,1x
NOS SGPS SA	5,0x	4,9x	4,7x	4,6x	4,5x	8,9x	29,4x	21,6x	19,1x	14,5x
Tele2 AB	6,8x	6,8x	6,5x	6,1x	6,1x	9,2x	10,1x	9,3x	8,5x	8,3x
Telefonica Deutschland Holding AG	3,5x	3,9x	3,9x	3,8x	3,7x	5,6x	8,8x	8,3x	7,3x	6,9x
Telenet Group Holding NV	7,4x	7,5x	7,4x	7,4x	7,3x	9,6x	13,4x	13,1x	13,0x	12,4x
Vodafone Group PLC	5,1x	4,9x	4,7x	4,5x	4,4x	8,0x	10,0x	10,3x	9,3x	8,8x
Iliad SA ⁽¹⁾	5,9x	5,7x	5,2x	4,8x	4,7x	27,0x	22,7x	18,1x	10,9x	10,4x
Moyenne = μ	6,2x	6,1x	6,0x	5,9x	5,8x	13,1x	14,1x	13,2x	12,3x	11,6x
Moyenne hors extrêmes = μ^*	5,8x	5,7x	5,7x	5,5x	5,5x	12,9x	13,5x	13,2x	12,2x	11,5x
Médiane = Me	5,5x	5,4x	5,6x	5,5x	5,3x	10,8x	13,4x	12,6x	12,0x	12,0x
Maximum	14,4x	14,1x	13,5x	13,1x	12,8x	22,8x	29,4x	21,6x	20,0x	18,9x
Minimum	3,5x	3,9x	3,9x	3,8x	3,7x	5,3x	7,0x	6,3x	6,0x	5,7x
Borne haute de l'intervalle de confiance	7,5x	7,3x	7,2x	7,0x	6,9x	16,0x	17,0x	15,5x	14,4x	13,5x
Borne basse de l'intervalle de confiance	4,9x	4,9x	4,9x	4,7x	4,7x	10,1x	11,2x	11,0x	10,1x	9,7x

(1) Multiples calculés par rapport au consensus des analystes financiers (source Refinitiv Eikon)

4.3.4.3 Retraitements méthodologiques

L'intégralité des agrégats relevés chez les sociétés comparables ont fait l'objet d'une homogénéisation sur trois points particuliers :

- retraitement des effets de la norme IFRS 16 : la définition des EBITDAaL pouvant varier selon les sociétés considérées, ces agrégats ont été homogénéisés sur une base commune en intégrant, notamment, l'amortissement de l'actif de droit d'usage (lorsque la société publie un EBITDA IFRS 16)

⁴⁶ Souvent regroupés sous le terme anglo-saxon d'*incumbents*.

et les frais financiers de la dette de loyers opérationnels IFRS 16 afin de s'approcher le plus possible d'un EBITDA pré-IFRS 16 ;

- homogénéisation des investissements retenus dans le multiple d'EBITDAaL – Capex : Les prévisions d'investissements n'étant pas toujours homogènes s'agissant de l'inclusion des investissements en fréquences, ces données ont été retraitées, dans la mesure du possible, pour calculer un multiple d'EBITDAaL – Capex hors fréquences ;
- enfin, la valeur d'entreprise au numérateur du calcul de multiple a été estimée sur la même base que celle d'Iliad en retenant une dette financière nette hors IFRS 16 et les mêmes ajustements complémentaires de la position financière nette (provisions, minoritaires et dettes de fréquences notamment).

4.3.4.4 Résultats de l'approche

Les multiples médians sectoriels appliqués aux agrégats prévus dans le plan d'affaires du management, hors frais de cotation du titre Iliad, extériorisent les valeurs d'entreprises suivantes :

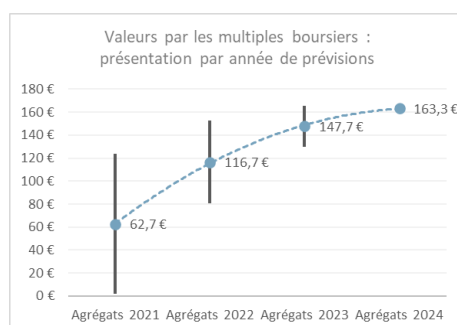
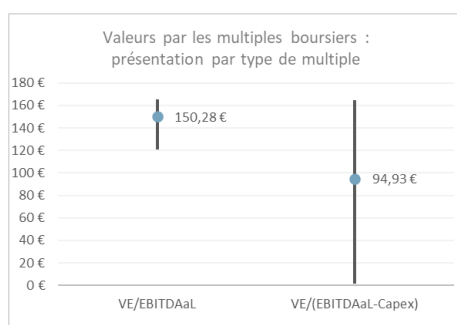
Valeur des capitaux propres m€	VE/EBITDAaL			VE/(EBITDAaL-Capex)		
	Min	Centrale	Max	Min	Centrale	Max
Médiane	15 296	16 952	17 768	8 216	13 668	17 716
Moyenne hors extrêmes	16 212	17 420	18 322	8 318	13 725	16 989
Valeur d'entreprise retenue	15 296	16 952	17 768	8 216	13 668	17 716
Position financière nette	(7 423)	(7 423)	(7 423)	(7 423)	(7 423)	(7 423)
Autres éléments	(613)	(613)	(613)	(613)	(613)	(613)
Valeur des capitaux propres	7 260	8 916	9 731	179	5 632	9 680
Nombre d'actions (dilué, en k)	59 326	59 326	59 326	59 326	59 326	59 326
Valeur en € par action	122,37 €	150,28 €	164,03 €	3,02 €	94,93 €	163,16 €

Remarque méthodologique : Ces valeurs ne tiennent pas compte d'une décote qui aurait pu être appliquée pour refléter le différentiel de taille, de risque et de croissance entre Iliad et les comparables boursiers (majoritairement des opérateurs historiques).

L'approche extériorise, en valeur centrale, une valeur par action comprise entre 94,93 € (multiple d'EBITDAaL – Capex) et 150,28 € (multiple d'EBITDAaL) qui induisent des primes offertes par le prix proposé de, respectivement, 91,7 % et 21,1 %⁴⁷.

Une décomposition des fourchettes de valeurs en fonction du type de multiple appliqué et du millésime des agrégats permet de caractériser les sous-jacents de la valeur :

- la valeur ressort très sensible aux montants des investissements anticipés, ce qui pénalise la valeur d'Iliad issue du multiple d'EBITDAaL – Capex ;
- l'avancée dans le plan d'affaires et la normalisation des agrégats (et notamment la stabilisation des investissements) tendent à faire converger la valeur et à réduire l'incertitude sur celle-ci (avec toutefois un biais sur la qualité des multiples 2023/2024 qui reposent sur un nombre plus réduit de prévisions).



⁴⁷ Une approche reposant sur les multiples moyens (hors-extrêmes) aurait extériorisé une fourchette légèrement plus large comprise entre 93,9 € (multiple d'EBITDAaL – Capex) et 157,9 € (multiple d'EBITDAaL) par action Iliad.

4.3.5 Transactions comparables

4.3.5.1 Échantillon de transactions sur lequel repose l'analyse

La méthode des transactions comparables est une méthode analogique permettant d'évaluer une société en lui appliquant des multiples calculés à partir d'agrégats financiers constatés dans le cadre de transactions récentes visant prendre une participation, majoritaire ou non, dans le capital d'une entité comparable à la Société, cotée ou non.

Nous n'avons identifié aucune transaction récente véritablement comparable à l'Opération. Nous avons cependant cherché à mettre en œuvre, à titre indicatif, cette méthode en incluant dans un large échantillon 11 transactions relativement récentes portant sur des opérateurs télécom européens (à l'exclusion des transactions portant sur des infrastructures télécom), et dont l'information publique était suffisante pour déterminer des multiples.

Les valeurs d'entreprise retenues comprennent une dette financière nette définie de manière restreinte (dettes long terme et court terme auprès des établissements de crédit, et disponibilités/VMP), les autres éléments de passage (i.e. valeur de marché des minoritaires et des SME, montant des provisions pour retraite et pour risques et charges, des dettes « spectrum », etc.) n'étant pas disponibles uniformément pour l'ensemble des comparables.

Pour répondre au même objectif d'homogénéité, les Capex retenus pour le calcul des agrégats d'EBITDAaL - Capex ont été retraités des investissements en fréquences. L'ensemble des agrégats ont par ailleurs été ajustés d'IFRS 16 afin d'assurer la comparabilité avec les transactions conclues avant la mise en application de cette norme. Enfin nous avons, autant que possible, estimé des agrégats au plus proche de la date de la transaction en nous fondant sur les derniers comptes publiés à date, ou par l'estimation d'agrégats implicites à la date de la transaction.

Nous n'avons pas retenu les multiples de chiffre d'affaires, peu significatifs dans un secteur des télécom aux marges et aux investissements hétérogènes, d'EBITaL, non-significatifs pour une majorité de transaction, et de P/E, affectés par la structure financière de la cible. Les multiples médians retenus retraité d'IFRS 16 de VE/EBITDAaL et de VE/(EBITDAaL-Capex) moyens ressortent ainsi respectivement à 8,1x et 15,9x :

Date	Cible		Acquéreur		% acquis	VE implicite à 100% (mds)	VE/EBITDAaL	VE/(EBITDAaL-Capex)	Commentaire
	Société	Pays	Société	Pays					
03/12/2020	 orange Belgium		 orange		23,9%	1,4	4,4x	9,8x	✓ Présence dans le mobile et le fixe ✓ Acteur alternatif sur le marché belge ✗ Seulement 46 % des titres visés ont été apportés
09/11/2019	 VIVACOM		 UNITED GROUP		100,0%	1,5	7,7x	13,4x	✓ Présence dans le mobile et le fixe ✗ Marché bulgare potentiellement éloigné et concent ✗ Prix d'offre pouvant inclure des synergies
20/12/2020	 telecolumbus		 Morgan Stanley		62,1%	1,9	9,7x	22,7x	✗ Cablo-opérateur ✗ La transaction n'a pas encore été finalisée ✗ Prix d'offre pouvant inclure des synergies
28/03/2021	 euskaltel		 MÁSMÓVIL		100,0%	3,4	10,2x	23,1x	✗ Cablo-opérateur ✗ La transaction n'a pas encore été finalisée ✗ Prix d'offre pouvant inclure des synergies
12/08/2020	 Sunrise		 LIBERTY GLOBAL		98,0%	6,0	9,5x	28,1x	✓ Présence dans le mobile et le fixe ✗ Prix d'offre incluant des synergies ✓ Acteur alternatif sur le marché suisse
11/09/2020	 altice		 Next Private (Patrick Drahi)		48,9%	34,9	6,2x	13,1x	✓ Présence dans le mobile et le fixe ✗ Dette nette représentant la majorité de la VE ✓ Acteur alternatif sur le marché français
12/11/2019	 iliad		 Xavier Niel		19,7%	11,5	7,0x	ns	✓ Opération impliquant la même cible ✗ Opération pré-crise sanitaire ✗ Opération n'ayant pas mené à un retrait obligatoire
01/07/2018	 WINDTRE		 CK HUTCHISON		50,0%	16,3	8,2x	19,0x	✓ Présence dans le mobile et le fixe ✗ Opération pré-crise sanitaire ✗ Dette nette représentant la majorité de la VE

Date	Cible		Acquéreur		% acquis	VE implicite à 100% (mds)	VE/EBITDAaL	VE/(EBITDAaL-Capex)	Commentaire
	Société	Pays	Société	Pays					
01/06/2020	MÁSMÓVIL		Lorca Telecom (KKR, Cinven, Província)		99,3%	5,0	9,4x	ns	✓ Présence dans le mobile et le fixe ✗ Cablo opérateur aux performances opérationnelles éloignées de celle d'Iliad
18/11/2020	PLAY		iliad		100,0%	3,6	7,3x	11,3x	✗ Présence dans le mobile uniquement ✗ Marché polonais éloigné du marché historique d'Iliad ✗ Prix d'offre pouvant inclure des synergies
08/10/2020	TalkTalk		TOSCAFUND		70,0%	2,1	8,1x	15,9x	✗ Présence dans le fixe uniquement ✗ Marché britannique relativement décorré (Brexit) ✗ Prix d'offre pouvant inclure des synergies
Moyenne						8,0	8,0x	17,4x	
Médiane						3,6	8,1x	15,9x	
Borne haute (intervalle de confiance à 95 %)						12,7	8,9x	21,4x	
Borne basse (intervalle de confiance à 95 %)						3,2	7,1x	13,4x	

Il convient toutefois de préciser qu'aucune de ces transactions ne nous semble véritablement comparable à la présente Offre, en raison de différents facteurs :

- les prix d'offre sont fortement affectés par la situation sanitaire et corrélés à l'annonce de restrictions, ou leur assouplissement ;
- certaines transactions incluent une prime de contrôle implicite qu'il est impossible d'estimer avec précision ;
- les différences de mix produits, performances opérationnelles et zones géographiques couvertes sont souvent significatives et difficilement ajustables ;
- il est souvent impossible d'estimer le montant de synergies ayant été anticipé dans les acquisitions stratégiques ;
- certaines opérations de marché n'ont pas abouti à l'acquisition d'une majorité des titres visés (OPA d'Orange sur Orange Belgium par exemple), la valorisation ayant pu être jugée inadaptée par certains actionnaires ;
- certaines transactions ont été annoncées mais n'ont pas encore été finalisées.

Les résultats de cette approche doivent par ailleurs être relativisés compte tenu de la forte volatilité des multiples relevés, les coefficients de variation relevés pour les multiples de VE/EBITDAaL et de VE/EBITDAaL-Capex s'élevant respectivement à 17 % et 30 %. Les intervalles de confiance à 95 % sont de même considérables, représentant jusqu'à 23 % de la moyenne s'agissant du multiple de VE/(EBITDAaL-Capex), ce qui ôte une part importante de sa pertinence à l'approche.

Nous ne présentons par conséquent cette méthode qu'à titre indicatif.

4.3.5.2 Résultats indicatifs de l'approche de valeur

L'application des multiples médians observés supra aux agrégats Iliad des douze derniers mois extériorise les valeurs suivantes :

Valeur des capitaux propres (m€)	Min	Centrale	Max
Multiples médians	12 384	15 311	17 673
Valeur d'entreprise retenue	12 384	15 311	17 673
Position financière nette	(7 423)	(7 423)	(7 423)
Autres éléments	-	-	-
Valeur des capitaux propres	4 961	7 888	10 250
Nombre d'actions (dilué)	59 325 961	59 325 961	59 325 961
Valeur en € par action	83,62 €	132,95 €	172,77 €

Le prix d'Offre proposé induit une prime de 36,9 % par rapport à la valeur centrale de 132,95 €.

NB : Cette analyse ne tient pas compte de l'offre indicative annoncée par Iliad le 30 juillet 2021 à l'occasion de la sortie de ses comptes semestriels sur le câblo-opérateur polonais UPC du fait de son caractère non définitif (négociation et *due-diligence* encore en cours) et de l'information parcellaire disponible.

4.3.6 Transactions sur le capital de la Société

En novembre 2019, l'Actionnaire Majoritaire a annoncé une Offre publique de rachat des actions Iliad à un prix de 120 €⁴⁸. Les conditions de l'Offre lors de son annonce sont résumées dans le tableau ci-dessous (multiples calculés à partir d'agrégats observés sur les douze derniers mois à la date d'annonce) :

Conditions de l'OPRA (source : rapport BM&A du 11 novembre 2019)		
m€	EBITDAaL	EBITDAaL-Cap.
Valeur des capitaux propres	7 097	7 097
Dette financière nette	4 610	4 610
Autres éléments de passage	(468)	(468)
Valeur d'entreprise	11 239	11 239
EBITDAaL (LTM)	1 640	1 640
Capex hors fréquences (LTM)	(2 187)	(2 187)
Multiple LTM	6,85x	(20,57x)

L'application du multiple d'EBITDAaL induit par l'OPRA de 2019 aux agrégats actuels (EBITDAaL des douze derniers mois au 30 juillet 2021) valoriserait le titre Iliad à 169,03 € (le multiple d'EBITDAaL – Capex de l'époque n'étant pas significatif) :

Valeur des capitaux propres (m€)	Centrale
Valeur d'entreprise retenue	18 064
Position financière nette	(7 423)
Autres éléments	(613)
Valeur des capitaux propres	10 028
Nombre d'actions (dilué)	59 325 961
Valeur en € par action	169,03 €

À titre d'information, le prix d'Offre extériorise donc une prime de 7,7 % par rapport à cette référence.

⁴⁸ Offre pour laquelle nous étions déjà intervenu en tant qu'expert indépendant au titre des dispositions du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers figurant au Titre VI du Livre II, Chapitre 1er, article 261-1.

4.4 Analyse des accords connexes

Dans le cadre de l'Offre, sont prévues :

- D'une part, des opérations de reclassement et de réinvestissement concernant respectivement le Fondateur et les Dirigeants ;
- Et d'autre part, un mécanisme offrant la liquidité aux détenteurs d'actions gratuites, indisponibles, et aux titulaires d'actions bloquées en PEG et en PEGI.

4.4.1 Les opérations de reclassement et de réinvestissement

A la suite de la demande des banquiers prêteurs finançant l'Offre et souhaitant bénéficier d'un point d'exécution unique des sûretés qui leur ont été conférées par HoldCo au niveau des titres HoldCo II, le Fondateur et HoldCo sont convenus d'apporter, avant la clôture de l'Offre et par voie d'apports en nature concomitants au bénéfice d'HoldCo II, les actions Iliad qu'ils possèdent, soit respectivement 621 954 et 29 605 872 titres représentant environ 50,70 % du capital d'Iliad, étant précisé que les actions HoldCo II reçues en rémunération de l'apport du Fondateur seront apportées par ce dernier à HoldCo pour atteindre l'objectif précité (ci-après les « **Opérations de Reclassement Interne** »).

Par ailleurs, certains Dirigeants ont souhaité s'associer à l'Offre initiée par HoldCo II en procédant à un apport en nature à HoldCo II d'une partie des actions qu'ils possèdent, ce qui leur a été accordé mais uniquement à hauteur d'une quotité d'actions Iliad respectant les contraintes d'HoldCo II en termes d'organisation, de structure et de financement, le solde étant apporté à l'Offre ou bénéficiant du mécanisme de liquidité s'agissant des actions gratuites indisponibles et des actions bloquées en PEG. Ainsi, les Dirigeants procéderont, avant la clôture de l'Offre, à l'apport en nature à HoldCo de 695 762 actions Iliad, représentant 1,17 % du capital de la Société (ci-après l'« **Apport des Dirigeants** »).

Conformément à la réglementation comptable, les apports seront réalisés à la valeur comptable pour l'apport d'HoldCo à HoldCo II, et à la valeur réelle pour les autres apports. La rémunération des apports sera, quant à elle, déterminée à partir des valeurs réelles estimées en septembre 2021⁴⁹, soit sur la base de 182 € s'agissant des actions Iliad, et à partir de la valeur des Actifs Nets Réévalués d'HoldCo et d'HoldCo II (ci-après les « **ANR** »), eux-mêmes calculés sur la base d'une valeur de 182 € par action Iliad.

A l'issue de ces opérations, le capital d'HoldCo II sera détenu à hauteur de 97,4 % par HoldCo, et à hauteur de 2,6 % par les Dirigeants et d'autres managers du Groupe.

La liquidité des actions HoldCo II détenues par les Dirigeants est assurée par des promesses d'achat consentie par HoldCo leur permettant de céder, à compter du 1^{er} anniversaire de l'Apport et jusqu'au 10^{ème}, leurs actions HoldCo II à un prix déterminé à dire d'expert. De son côté, HoldCo bénéficie de promesses de vente consenties par les Dirigeants. Ces promesses permettent aux Dirigeants de vendre leurs actions HoldCo II, et à HoldCo d'acquérir, les actions HoldCo II qu'il ne possède pas, au 10^{ème} anniversaire de l'Apport ou en cas de départ du Dirigeant (sur ses seules actions HoldCo II), à un prix déterminé à dire d'expert sur la base d'une approche multicritères conformément aux principes d'évaluation énoncés par la recommandation AMF DOC-2006-15.

Dans le cadre décrit supra, nous nous sommes assurés que :

- les titres Iliad constituaient bien les seuls actifs réévaluables d'HoldCo et d'HoldCo II, étant précisé que les ANR projetés à septembre 2021 tiennent compte (i) des intérêts courus sur emprunt jusqu'à cette date et (ii) des coûts liés à l'Offre ;

⁴⁹ Il est envisagé de réaliser les apports entre le 10 et le 15 septembre 2021.

- la mécanique d'apport⁵⁰ à HoldCo II, du Fondateur, d'HoldCo et des Dirigeants, puis de l'apport des actions HoldCo II du Fondateur à HoldCo retenait bien une valeur par action Iliad de 182 € ;
- les mécanismes de liquidité liés aux promesses ne conduisaient pas à assurer aux Dirigeants une prix de cession garanti, dans la mesure où le prix serait déterminé à dire d'expert.

4.4.2 Le mécanisme de liquidité

Certaines actions Iliad détenues par des salariés ou d'ex salariés ne pourront pas être apportées à l'Offre avant sa clôture. Il s'agit des actions gratuites indisponibles et des actions bloquées en PEG et PEGI (ci-après les « **Actions Indisponibles** »). En cas de mise en œuvre de la procédure de retrait obligatoire, de radiation des actions Iliad du marché réglementé Euronext Paris ou de liquidité très réduite de l'action Iliad, l'Initiateur propose donc aux titulaires d'actions indisponibles, un mécanisme de liquidité sous la forme :

- d'une promesse d'achat consentie par l'Initiateur au bénéfice des titulaires, exerçable à compter de la date de disponibilité des Actions Indisponibles chaque année et jusqu'au 31 décembre 2028, pendant une période de 35 jours ouvrés,
- suivie d'une promesse de vente consentie par les titulaires des actions indisponibles au bénéfice de l'Initiateur, exerçable pendant 40 jours ouvrés à compter à la première des dates suivantes : (i) la date de départ du titulaire ou (ii) la date d'expiration de la période d'exercice de la promesse d'achat qui lui est applicable.

Ce mécanisme de liquidité prévoit que le prix par Action Indisponible des promesses sera déterminé à dire d'expert sur la base d'une approche multicritères conformément aux principes d'évaluation énoncés par la recommandation AMF DOC-2006-15, procédure ne conduisant pas à assurer aux titulaires d'Actions Indisponibles un prix de cession garanti.

Ainsi, sur la base des projets de traité d'apport et du projet de contrat de liquidité qui nous ont été communiqués, l'analyse des accords conclus à l'occasion de l'Offre n'ont pas révélé d'éléments susceptibles de remettre en cause le principe de l'équité de traitement entre les actionnaires.

⁵⁰ dont la réalisation est suspendue à l'établissement des rapports d'un commissaire aux apports sur la valeur des apports et sur leur rémunération.

5 | ANALYSE CRITIQUE DES TRAVAUX DE L'ÉVALUATEUR

Conformément à l'instruction 2006-08 du 25 juillet 2006 modifiée le 10 février 2020, nous avons conduit une analyse critique des travaux d'évaluation réalisés par Crédit Agricole CIB, BNP Paribas et Société Générale, (ci-après, ensemble, les « Banques » ou l'« Évaluateur ») présentés dans la partie « Éléments d'appréciation du prix d'Offre » de la note d'information.

Les Banques et nous-mêmes avons utilisé les mêmes références de valorisation et méthodes d'évaluation.

Les valeurs centrales et les hauts de fourchette auxquelles l'Évaluateur et nous-mêmes aboutissons en fonction des références et méthodes d'évaluation utilisées, sont synthétisées dans le tableau ci-dessous :

Iliad		Banques (en € par action)			BM&A (en € par action)		
Méthodes/Référence		basse	centrale	haute	basse	centrale	haute
Cours de bourse	12 mois	113,1 €	150,8 €	180,0 €	112,8 €	153,8 €	184,0 €
	6 mois	113,1 €	139,6 €	164,7 €	112,8 €	142,0 €	165,5 €
	3 mois	113,1 €	129,5 €	152,0 €	112,8 €	131,4 €	153,9 €
	1 mois	113,1 €	119,2 €	124,2 €	n.c.	n.c.	n.c.
	20 jours	n.c.	118,8 €	n.c.	112,8 €	118,6 €	124,9 €
	Spot	n.c.	113,1 €	n.c.	112,8 €	113,1 €	114,8 €
Objectifs de cours	Moyenne	131,0 €	175,5 €	230,0 €	163,8 €	175,5 €	187,3 €
	Médiane		166,5 €			166,5 €	
DCF	SOTP	119,4 €	140,0 €	164,7 €	114,7 €	144,7 €	174,8 €
Comparables boursiers	EBITDAaL	112,7 €	120,1 €	138,7 €	122,4 €	150,3 €	164,0 €
	EBITDAaL-Capex	14,85 €	51,7 €	110,8 €	3	94,9 €	163,2 €
Transactions	Echantillon	138,6 €	160,7 €	179,7 €	83,6 €	133,0 €	172,8 €
Actif net comptable	30/06/2021		n.c.			93,7 €	
	31/12/2020		92,6 €			92,6 €	

5.1 Données financières servant de base aux méthodes d'évaluation

5.1.1 Nombre de titres

Les Banques ayant retenu le même nombre d'actions dilué que celui détaillé §4.1.1 du présent rapport, soit 59 325 961, cette référence n'appelle pas de commentaire de notre part.

5.1.2 Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres

Le tableau ci-dessous présente les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres retenus respectivement par les Banques et nous-mêmes :

Iliad	Banques	BM&A
Éléments de passage de la VE à la VCP m€		
Dette financière	n.c.	(9 030)
dont dette de crédit bail	(43)	(43)
Disponibilités et équivalents	n.c.	1 607
Position financière nette	(7 423)	(7 423)

Iliad		
Éléments de passage de la VE à la VCP m€	Banques	BM&A
Intérêts minoritaires	(11)	(10)
Provisions pour R&C	(202)	(202)
Provisions pour retraite	(32)	(32)
Actifs/(passifs) nets destinés à être cédés	12	12
Participation de 31,6% dans Eircom	316	353
Participation de 49% dans IFT (Infravia)	294	294
Participation de 30% dans On Tower France	708	708
Participation de 40% dans On Tower Poland	548	548
Option d'achat NJJ Boru	22	22
Reports déficitaires, Italie	222	139
Passif d'impôt différé en Pologne	(227)	(227)
Exercice des stocks options	9	9
Autres actifs financiers	24	84
Dette de fréquences actualisée : France	(413)	(405)
Dette de fréquences actualisée : Italie	(1 075)	(1 080)
Dette de fréquences actualisée : Pologne	(824)	(825)
Autres éléments	(629)	(613)
Total	(8 052)	(8 036)

Les éléments de passage de la VE à la VCP retenus par l'Évaluateur diffèrent de ceux retenus dans nos travaux sur les points suivants :

- Les Banques retiennent un montant 11 m€ pour les intérêts minoritaires, cohérent avec le montant apparaissant au bilan consolidé au 31 décembre 2020 de la Société. Nous avons pour notre part repris le montant de 10 m€ présenté dans les comptes consolidés au 30 juin 2021.
- S'agissant de la valeur de la participation de 31,6 % dans Eircom, l'Évaluateur retient sa valeur nette comptable au 30 juin, alors que nous avons privilégié sa valeur réévaluée par le management dans le cadre de l'estimation de la valeur de l'option NJJ Boru.
- La valeur présente des déficits reportables accumulés en Italie a été appréciée par les Banques comme la valeur actualisée de l'économie fiscale estimée par le management à fin 2026 (315 m€, hypothèse de consommation immédiate de l'avantage fiscal à l'issue du plan). Nous avons, pour notre part, chercher à modéliser l'imputation du même stock de déficits reportables au-delà de 2026 pour tenir compte du rythme auquel ils pourront être imputés, il en résulte une valeur présente inférieure.
- Les Banques ont repris le montant des autres actifs financiers comptabilisés au bilan consolidé d'Iliad au 31 décembre 2020, hors option Eir (NJJ Boru) mais y compris dépôts et cautionnements. Nous avons pour notre part repris le montant apparaissant au bilan consolidé de fin juin 2021 et déduit la valeur de l'option NJJ Boru ainsi que le montant des dépôts et cautionnements de fin décembre 2020.
- Les légers écarts observés entre les montants actualisés de dettes de fréquences retenus par les banques et ceux repris dans nos travaux s'expliquent par des hypothèses actuarielles différentes (taux et période d'actualisation, cf. §5.2.3.2 infra).

5.2 Comparaison des méthodes d'évaluation retenues

5.2.1 Cours de bourse

Les Banques ont mis en œuvre une approche de cours moyens pondérés par les volumes relevés au 29 juillet 2021 (source : Bloomberg), veille de la date d'annonce, alors que nous avons présenté des cours de clôture pondérés par les volumes relevés à la même date.

Les écarts observés sur les fourchettes hautes et basses présentées sont dus à une différence méthodologique, les Banques relevant les plus haut et plus bas parmi les cours moyen pondérés journaliers, alors que nous présentons les plus haut et plus bas observés au cours des séances journalières.

5.2.2 Objectifs de cours des analystes

Les Banques ont retenu, comme nous, des objectifs de cours (le plus souvent exprimés à horizon 12 mois) produits et communiqués par les analystes financiers après le 18 mai 2021 (date de publication des résultats du premier trimestre 2021). Ainsi plus précisément, les Banques ont sélectionné un échantillon composé de 22 analystes ayant publié leurs objectifs de cours (ainsi que les recommandations qui leurs sont associées). Les Banques ont obtenu des résultats, avec une moyenne et une médiane qui ressortent respectivement à 175,5€ et 166,5€. Ces résultats sont identiques aux nôtres.

Notre présentation des objectifs de cours diffère de celle des banques sur les points suivants :

- nous proposons, en complément, une approche statistique consistant à déterminer une fourchette d'objectifs de cours basée sur un intervalle de confiance à 95% de la moyenne observée ;
- nous avons constaté que HSBC a modifié sa recommandation en la faisant passer de « Hold » à « Buy » alors que ce broker a maintenu un objectif de cours de 150€ entre le 19 mai et le 8 juillet 2021 ;
- les Banques déterminent la variation de l'objectif de cours par rapport au cours de clôture au 29 juillet 2021 afin de mesurer la fiabilité des objectifs de cours prévus par les analystes financiers. Pour notre part, nous exprimons une variation à partir du cours de la veille de la date de publication de l'étude par l'analyste financier pour estimer le potentiel de variation prévu par l'analyste ;
- les Banques ont eu accès à des réitérations d'objectifs de cours à des dates plus récentes que celles que nous présentons pour les brokers Exane BNP-Paribas, Banco Santander, CIC Market Solutions, Crédit Suisse et Stifel.

5.2.3 Actualisation de flux de trésorerie (DCF)

5.2.3.1 Flux actualisés

Les Banques ont retenu une approche identique à la nôtre en s'appuyant sur les prévisions du management jusqu'en 2026, puis en construisant une année terminale à partir de la dernière année du plan. Les hypothèses retenues par l'Évaluateur diffèrent toutefois des nôtres sur les points suivants :

- l'Évaluateur ne tient pas compte de l'économie de charges induite par la sortie potentielle de la bourse (frais de cotations) que le management estime à 0,4 m€ par an ;
- les Banques retiennent, en année terminale, une charge d'intérêts au titre des loyers opérationnels IFRS 16 indexée sur l'inflation alors que nous avons maintenu le niveau 2026 ;
- l'Évaluateur estime le BFR sur la base du consensus des analystes financiers dans une fourchette comprise entre 3,3 % et 3,6 % du chiffre d'affaires. Nous l'estimons pour notre part négatif dans une fourchette de (5,2) % à (5,6) % du chiffre d'affaires (après prise en compte des actifs BTS, cf. §4.3.3.2). Cette différence s'explique, au moins partiellement, par une définition différente du BFR 2020, qui ressort à 255 m€ dans les travaux des Banques alors que nous l'estimons à (667) m€ à partir des comptes à consolidés (cf. §3.2.3). Nous relevons toutefois que la variation de BFR qui résulte des hypothèses retenues par l'Évaluateur ressort cohérente avec celle que nous avons estimée, avant prise en compte des actifs BTS :

Variation de BFR ⁽¹⁾ - Comparaison Banques/BM&A							
m€	2021	2022	2023	2024	2025	2026	somme 21-26
Variation de BFR, BM&A (hors BTS)	53	26	15	14	13	13	134
Variation de BFR, BM&A (yc BTS)	70	2	(33)	(9)	(23)	13	20
Variation de BFR, Banques	53	26	11	25	8	5	128

(1) Financement du besoin en fonds de roulement (un flux positif à un impact négatif sur la valeur)

5.2.3.2 Hypothèses actuarielles

Appréciation du taux d'actualisation	Banques			BM&A		
	France	Italie	Pologne	France	Italie	Pologne
Bêta de l'actif économique : β_U	0,56	0,56	0,56	0,58	0,58	0,58
Levier cible $L_e = DN / VFP$	76,00%	76,00%	76,00%	78,20%	78,20%	78,20%
Taux d'impôt sur les sociétés	28,70%	27,90%	19,00%	25,83%	24,00%	19,00%
Bêta avec levier : β_L	0,86	0,86	0,90	0,92	0,93	0,95
TRI du marché	11,43%	11,43%	11,43%	7,83%	7,83%	7,83%
Taux sans risque : R_f	0,02%	0,02%	0,02%	(0,27%)	(0,27%)	(0,27%)
Prime de risque actions : Π_E	11,41%	11,41%	11,41%	8,09%	8,09%	8,09%
Prime MEDAF : Π_R				6,09%	6,09%	6,09%
$\Pi_E - \Pi_R$				2,00%	2,00%	2,00%
Prime Small Cap : Π_L				-	-	-
Biais de prévision				1,92%	1,92%	1,92%
Prime de risque pays	-	1,85%	0,71%	0,22%	1,63%	0,52%
Coût des fonds propres : k_e	9,79%	11,68%	10,97%	9,48%	10,94%	9,96%
Taux sans risque	0,02%	0,02%	0,02%	(0,51%)	(0,51%)	(0,51%)
Spread de risque crédit	2,08%	2,08%	2,08%	2,54%	2,54%	2,54%
Prime de risque pays	-	-	-	0,22%	1,63%	0,52%
Coût de la dette avant IS : k_d	2,10%	2,10%	2,10%	2,25%	3,66%	2,54%
Charge d'intérêt après IS	1,50%	1,51%	1,70%	1,67%	2,78%	2,06%
Levier cible $L_{VE} = DN / VE$	43,2%	43,2%	43,2%	43,9%	43,9%	43,9%
CMPC (EUR)	6,21%	7,29%	6,96%	6,05%	7,36%	6,49%
Inflation (euro)				-	-	1,79%
Inflation (locale)				-	-	2,67%
CMPC (local)	6,21%	7,29%	7,95%	6,05%	7,36%	7,41%

Les taux d'actualisation calculés par les Banques sont des CMPC qui s'appuient sur le modèle d'équilibre des actifs financiers et tiennent compte du risque pays (prime de risque pays et différentiel d'inflation dans le cas de la Pologne). Ils diffèrent de ceux que nous avons estimés sur les points suivants :

- Avant ajustement du risque pays, les taux calculés par les Banques s'appuient sur des références françaises (OAT TEC 10 et prime de risque de marché notamment) alors que nous avons retenu des références européennes (zone euro).
- Le bêta sectoriel désendetté retenu par les Banques (source : Bloomberg) ressort légèrement inférieur à celui que nous avons estimé du fait, notamment, d'une différence méthodologique⁵¹ ; nous recoupons par ailleurs le bêta utilisé par les Banques qui ressort dans la fourchette statistique que nous avons relevée sur notre échantillon élargi (cf. annexe 7.5).
- Le taux d'impôt sur les sociétés utilisé pour apprécier l'effet du *tax shield* sur le taux d'actualisation retient, dans le calcul des Banques, les taux fournis par le management qui sont ajustés de la CVAE en France et de l'IRAP en Italie ; nous avons pour notre part retenu le seul taux d'impôt sur les sociétés cibles de la zone concernée, les intérêts de la dette n'étant pas déductibles de la CVAE et de l'IRAP.
- La prime de risque de marché de 11,41 % (source : Bloomberg) utilisée par les Banques ressort significativement supérieure à celle que nous avons retenue pour la zone euro⁵² ; Bloomberg ne publiant pas la méthodologie qui lui permet d'aboutir à ce chiffre, nous ne sommes pas en mesure de rationaliser cet écart.
- L'Évaluateur retient les primes de risque pays publiées par le Pr. Damodaran (approche historique de la probabilité de défaut) sans les ajuster. Nous avons, pour notre part ajusté les références fournies par le Pr. Damodaran⁵³ afin de tenir compte du fait que les rendements que nous retenons intègrent déjà un risque pays « zone euro » non nul.

⁵¹ Nous avons cherché à reconstituer le bêta anticipé du titre Iliad en tenant compte d'une la volatilité historique supérieure à celle du secteur alors que les banques ont utilisé une hypothèse de convergence vers la moyenne sectorielle.

⁵² A titre indicatif, la prime de risque de marché calculée par Fairness Finance pour l'indice français SBF 120 ressort à 7,5 % en moyenne un mois au 23 juillet 2021 (cf. fairness-finance.com).

⁵³ Appréciées par rapport au risque américain, pays noté Aaa par Moody's et donc avec une probabilité de défaut considérée nulle.

- Les Banques retiennent une approche du coût des fonds propres plus usuelle que la nôtre en appliquant le bêta réendetté à l'intégralité de la prime de risque action ; la prime de risque Bloomberg étant basé sur un calcul *ex-ante*⁵⁴, elle intègre nécessairement la compensation de biais de prévision qui ne sont pas toujours corrélés avec un bêta historique MEDAF ; le bêta appliqué par l'Évaluateur étant basé sur des références sectorielles moins volatiles que la Société et notées *investment grade* en moyenne (contre une notre estimée entre BB- et BB pour Iliad) et ressortant inférieur à l'unité, nous considérons l'option méthodologique retenue comme favorable à l'actionnaire minoritaire.
- S'agissant du coût de la dette, les Banques s'appuient comme nous sur le rendement à maturité de l'obligation Ithaque (échéance février 2028) mais sans ajuster ce rendement du risque pays (hypothèse économique de financement du Groupe par la France).
- L'Évaluateur ajuste le taux d'actualisation de la Pologne de l'écart d'inflation attendu à long terme entre le pays cible et celui sur lequel repose le calcul du taux ; nous avons mis en œuvre une approche similaire, avec un taux d'inflation « zone euro » de 1,8 % (contre un taux d'inflation attendu de 1,6 % pour la France dans le calcul des Banques).

A ces éléments s'ajoute l'impact d'un pas d'actualisation fixé à mi-période chez les Banques alors que nous avons retenu une actualisation à fin de période⁵⁵.

5.2.3.3 Conclusion

Globalement, l'Évaluateur applique des hypothèses d'appréciation des flux de trésorerie futurs très proches de celles que nous avons retenues (le seul écart significatif étant l'absence de prise en compte des actifs BTS dans le BFR, position défendue par le management d'Iliad qui considère que la prise en compte de ces actifs compense un besoin de financement du BFR positif et que la variation résultante devrait être proche de zéro).

S'agissant du taux d'actualisation, l'approche mise en œuvre par les Banques diffère de celle que nous avons retenue, au niveau méthodologique comme pour les sources d'information utilisées. Les CMPC résultant de ces approches hétérogènes ressortent toutefois proches, dans le bas des fourchettes relevées chez les analystes financiers et nettement inférieurs aux taux appliqués par le management dans le cadre de ses tests de dépréciation (cf. annexe 7.8).

Par conséquent, les résultats de l'approche DCF / somme des parties mise en œuvre par l'Évaluateur ressortent cohérents avec ceux issus de nos travaux.

5.3 Comparables boursiers

Comme nous, les Banques retiennent cette méthode à titre secondaire en l'absence de concurrent coté directement comparable.

D'un point de vue méthodologique, les travaux des Banques reposent, comme les nôtres, sur l'application de multiples sectoriels médians de VE/EBITDAaL et de VE/(EBITDAaL-Capex) aux agrégats du plan d'affaires préparé par le management.

Les multiples calculés par l'Évaluateur diffèrent toutefois de ceux que nous avons déterminés sur les points suivants :

- Les Banques ont sélectionné 9 sociétés comparables du secteur sur la base de critères qualitatifs (contre un échantillon plus large de 17 sociétés retenu dans nos travaux, plus exhaustif mais de moins bonne qualité en termes de comparabilité).
- Les Banques retiennent un consensus d'analystes financiers (source FactSet au 29 juillet 2021) pour les prévisionnels des comparables (EBITDAaL et investissements) alors que nous avons cherché, lorsque

⁵⁴ Ou prévisionnel, qui met en relation une valeur boursière avec des anticipation de flux futurs.

⁵⁵ En cohérence avec le calcul des primes de risque publiées par Fairness Finance.

c'était possible, à homogénéiser les prévisions issues du consensus Refinitiv Eikon avec la définition des agrégats Iliad retenus, notamment au niveau des frais financiers IFRS 16 et de la prise en compte de la dette de fréquences dans la VE.

- L'Évaluateur ne considère dans son analyse que les multiples 2021 et 2022 alors que nous avons également appliqué la méthode aux agrégats 2023 et 2024 ; bien que la qualité du consensus des prévisions des analystes financiers se réduise fortement passé les premières années (le plus faible de nombre de prévisions disponibles nuit à sa qualité statistique et introduit des biais liés aux sorties d'échantillon), nous avons toutefois considéré que les multiples 2023 et 2024, même biaisés, participent à la bonne information du lecteur, la Société devant absorber des niveaux d'investissement très élevés en début de plan qui rendent la référence aux multiples d'EBITDAaL – Capex peu pertinente.

De la même façon, des hypothèses légèrement différentes ont été retenues dans le calcul des agrégats Iliad sur lesquels les Banques appliquent les multiples sectoriels :

- L'Évaluateur a retenu une définition de l'EBITDAaL identique à la nôtre (déduction des frais financiers IFRS 16) mais n'a pas tenu compte d'une économie de charge lié au retrait de la cote dans l'agrégat Iliad (estimée à un montant de 0,4 m€ par le management) ;
- L'EBITDAaL 2021 retenu par les Banques est basé sur la prévision du plan d'affaires alors que nous l'avons ajusté des résultats du S1 2021.

Malgré les différences méthodologiques et les échantillons différents retenus, les résultats auxquels arrivent les Banques ressortent cohérents avec ceux qui ressortent de nos analyses, si nous les comparons agrégat par agrégat et année par année comme ci-dessous :

Multiples boursiers - comparaison de valeurs par actions		
	Banques	BM&A
EBITDAaL 2021	113.70 €	122.37 €
EBITDAaL 2022	126.40 €	151.25 €
EBITDAaL-Capex 2021	0.80 €	3.02 €
EBITDAaL-Capex 2022	102.50 €	82.10 €
Moyenne	85.85 €	89.69 €

5.4 Transactions comparables

Les Banques mettent en œuvre cette méthode à titre indicatif et retiennent un échantillon resserré de quatre opérations similaires à l'Offre, soit les retraits de la cote d'Orange Belgique (échec) et d'Altice Europe ainsi que l'OPA d'Iliad sur Play et le l'acquisition de Vivacom par United Group. Nous avons, comme pour la méthode des comparable boursiers, choisi de prendre d'élargir l'approche mise en œuvre par les Banques en retenant l'échantillon le plus exhaustif possible (soit 11 transactions décrites §4.3.5.1 supra).

Les multiples appliqués par les Banques sont identiques à ceux que nous avons retenus à savoir la VE/EBITDAaL et la VE/(EBITDAaL – Capex) calculés sur les agrégats des douze derniers mois avant chaque transaction.

Globalement, l'Évaluateur estime la fourchette de valeurs par action par cette méthode entre 139 et 180 €, si nous ne tenons pas compte du seul résultat significatif mais très faible issu du multiple d'EBITDAaL – Capex. Notre approche, bien que méthodologiquement différente car basée sur l'intervalle de confiance statistique à 95 % de la moyenne des multiples observés sur un échantillon plus large et tenant compte des valeurs issues des multiples d'EBITDAaL – Capex, extériorise une fourchette globale similaire comprise entre 83 € et 173 €.

Nous relevons toutefois que l'Évaluateur a fait le choix de ne pas intégrer dans son analyse la référence à l'Offre publique de rachat de 2019, qu'il explique par sa relative ancienneté (pré-COVID) et par le caractère minoritaire de la transaction.

6 | CONCLUSION

Le tableau ci-après récapitule les fourchettes de valeurs de l'action Iliad auxquelles nous parvenons ainsi que les primes et décotes extériorisées par le prix de 182 € par action proposé dans le cadre de la présente Offre :

Iliad Méthodes/Référence		Valeur (en € par action)			Prime/(Décote) extériorisée par le prix d'Offre
		basse	centrale	haute	
Cours de bourse	36 mois	74,2 €	116,9 €	184,0 €	55,7%
	24 mois	74,2 €	126,4 €	184,0 €	44,0%
	12 mois	112,8 €	153,8 €	184,0 €	18,3%
	6 mois	112,8 €	142,0 €	165,5 €	28,1%
	3 mois	112,8 €	131,4 €	153,9 €	38,5%
	20 jours	112,8 €	118,6 €	124,9 €	53,5%
	Spot	112,8 €	113,1 €	114,8 €	61,0%
Objectifs de cours	Moyenne	163,8 €	175,5 €	187,3 €	3,7%
	Médiane		166,5 €		9,3%
DCF	SOTP	114,7 €	144,7 €	174,8 €	25,8%
Comparables boursiers	EBITDAaL	122,4 €	150,3 €	164,0 €	21,1%
	EBITDAaL-Capex	3,0 €	94,9 €	163,2 €	91,7%
Transactions	Echantillon	83,6 €	133,0 €	172,8 €	36,9%
	OPRA		169,0 €		7,7%
Actif net comptable	30/06/2021		93,7 €		94,2%
	31/12/2020		92,6 €		96,6%

Afin d'émettre une opinion sur le caractère équitable du prix proposé dans le cadre de l'Offre, conformément à la mission qui nous a été confiée par le conseil d'administration d'Iliad en date du 6 juillet 2021, nous avons mis en œuvre une approche d'évaluation multicritères reposant sur les références aux moyennes de cours de bourse et aux objectifs de cours des analystes, ainsi que sur les méthodes d'actualisation des flux de trésorerie futurs (DCF) et les méthodes analogiques des comparables boursiers et des transactions comparables, la référence à la valeur par action de l'actif net comptable étant présentée à titre d'information.

S'agissant en premier de lieu de la référence au cours de bourse, retenue à titre principal eu égard aux caractéristiques de liquidité et de volume du marché du titre, nous relevons que le Prix d'Offre extériorise des primes significatives sur les moyennes de cours pondérées par les volumes (arrêtées au 29 juillet 2021) 20 jours et 3 mois, respectivement 53,5 % et 38,5 %. Nous relevons également que le Prix d'Offre est proche du cours le plus haut atteint en séance sur 36 mois (184 €, le 3 septembre 2020). Bien entendu, les primes extériorisées doivent être mises en perspective avec le repli du cours de l'action Iliad entamée depuis le 18 mai 2021, à la suite des déclarations de la Société à l'occasion de l'annonce du chiffre d'affaires du 1^{er} trimestre 2021. Cependant, ce repli n'est pas propre à Iliad dans la mesure où, après avoir mieux résisté que le marché à la baisse due à la crise sanitaire, le secteur des Télécom a globalement sous-performé les indices à partir de novembre 2020 (base 100 le 2 janvier 2020, jusqu'au 29 juillet 2021).

Concernant ensuite l'approche par l'actualisation des flux de trésorerie futurs, également retenue à titre principal, nous observons que le Prix d'Offre extériorise une prime de 25,8 % par rapport à la valeur centrale des résultats issus de cette méthode. Celle-ci fait par ailleurs ressortir une fourchette de valeurs relativement large qui témoigne de la sensibilité du résultat aux hypothèses retenues et, au-delà, des incertitudes pesant sur l'activité d'Iliad et, plus largement, sur le secteur. Le plan d'affaires 2021-2026 communiqué par le management qui a servi de base à la mise en œuvre de la méthode DCF (mais également à celle des méthodes utilisant les comparables), a retenu, sur les

premières années des hypothèses d'exploitation (chiffre d'affaires et EBITDAaL mais aussi Capex) supérieures aux prévisions du consensus des analystes suivant Iliad, pour ensuite les rejoindre au terme de l'horizon du plan⁵⁶. Par ailleurs, la dette relative aux coûts d'acquisition et de renouvellement des fréquences, de nature quasi financière, a été actualisée aux coûts moyens pondérés du capital retenus pour l'actualisation des flux.

Parmi les hypothèses d'évaluation, les taux de croissance des flux normatifs utilisés sont en ligne avec ceux retenus par les analystes, et plutôt inférieurs à ces derniers s'agissant des taux d'actualisation, notamment en France, ce qui constitue une hypothèse favorable aux actionnaires minoritaires.

Eu égard à la sensibilité du modèle financier, nous avons simulé l'incidence (positive) sur la valeur de scénarios alternatifs, au-delà de la variation mécanique des taux d'actualisation et de croissance perpétuelle ainsi que des ratios EBITDAaL/CA et CAPEX/CA dans le calcul de la valeur terminale. Aucun de ces scénarios n'a conduit à une valeur par action supérieure au Prix d'Offre, que ce soit la prise en compte d'une valeur nulle pour l'Italie (aboutissant à une valeur par action du Groupe de 158,09 €), l'accélération d'un an du plan d'affaires (150,03 €) ou une convergence vers le ratio [EBITDAaL-CAPEX (hors fréquences)]/CA des comparables boursiers dans le calcul de la valeur terminale (170,57 €).

De leur côté, les analystes présentent une amplitude brute d'objectifs de cours très importante, comprise entre 131 € et 230 €, qui atteste des différences d'analyse d'un bureau à l'autre. Le Prix d'Offre extériorise une prime de 3,7 % par rapport à la moyenne et de 9,3 % par rapport à la médiane des 22 objectifs retenus.

La méthode des comparables boursiers conduit elle aussi à une fourchette large sur le critère VE/EBITDAaL, qui caractérise l'amélioration attendue de la profitabilité d'Iliad sur la période 2021-2024, portée par l'Italie. En valeur centrale, le Prix d'Offre présente une prime de 21,1 % sur cet agrégat.

Sans surprise, la fourchette s'élargit dès lors que l'on applique les multiples de comparables à l'agrégat EBITDAaL-CAPEX, plus volatil et donc moins pertinent en phase d'investissements importants. Sur la base de cet agrégat, le Prix d'Offre extériorise une prime de 91,7 % par rapport à la valeur centrale.

Le Prix d'Offre extériorise une prime de 36,9 % par rapport à la valeur centrale issue de la mise en œuvre de la méthode des transactions comparables, méthode dont la pertinence pâtit d'une insuffisance d'informations précises s'agissant des opérations non publiques, et d'un niveau global de comparabilité médiocre entre les cibles des opérations identifiées et la Société.

Dans cette approche, nous avons également présenté à titre d'information l'application à l'EBITDAaL actuel d'Iliad, au multiple observé lors de l'OPRA de novembre 2019, qui conduit à une valeur par action d'Iliad de 169 € sur laquelle le Prix d'Offre présente une prime de 7,7 %.

Enfin, nous avons analysé les accords conclus dans le cadre de l'Offre permettant (i) le reclassement interne d'actions Iliad détenues directement et indirectement par le Fondateur, (ii) le réinvestissement au capital de l'Initiateur des Dirigeants par apport de leur participation dans Iliad et offrant un mécanisme de liquidité pour les actions de l'Initiateur émises en rémunération de leur apport, et (iii) proposant un mécanisme de liquidité aux titulaires d'Actions Indisponibles. Ces analyses n'ont pas révélé d'éléments susceptibles de remettre en cause le principe d'égalité de traitement entre les actionnaires, s'agissant tant des conditions de réinvestissement que de l'absence de prix de cession garanti.

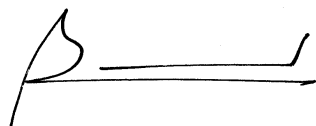
En conclusion, nos travaux d'évaluation conduisent à des valeurs centrales, toutes méthodes confondues, inférieures au prix de 182 € proposé dans le cadre de la présente Offre. En particulier, ce Prix d'Offre extériorise des primes, substantielles par rapport aux valeurs centrales issues des deux principales approches que sont le cours de bourse et la méthode DCF. Enfin, ce Prix d'Offre reste supérieur aux valeurs résultant de la mise en œuvre de scénarios alternatifs intégrant des hypothèses ayant une incidence positive sur la valeur de la Société.

⁵⁶ Qui est moins pertinent que le début du plan en raison de la diminution du nombre d'analystes se prononçant sur la valeur à mesure que l'on s'éloigne du début de l'horizon.

Sur la base de l'ensemble de ces éléments, notre opinion est que le prix de 182 € par action Iliad, proposé dans le cadre d'une offre publique d'achat simplifiée et dans l'hypothèse de la mise en œuvre d'un retrait obligatoire, est équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société.

Fait à Paris, le 20 août 2021

BM&A Advisory & Support

A black ink signature consisting of a large, stylized 'P' followed by a horizontal line and a small upward stroke at the end.

Pierre Béal
Associé

A blue ink signature consisting of a large, stylized 'S' followed by a cursive 'd' and a long horizontal stroke.

Stéphane Marande
Senior Manager

7.1 Calendrier détaillé des travaux

Date	Information/Document - Réunion	Société - Personnes concernées
25-juin-21	Prise de contact	Iliad (S. Sharvan)
30-juin-21	Présentation de l'opération	Iliad (Th. Reynaud, N. Jaeger, S. Sharvan)
30-juin-21	Projet de lettre de mission, présentation cabinet et recherche de conflit d'intérêts	BM&A
6-juil.-21	Confirmation de la nomination de BM&A	Iliad (S. Sharvan)
7-juil.-21	Réception des notes d'analystes	Iliad (N. Jaeger)
12-juil.-21	Réception du plan d'affaires commenté	Iliad (N. Jaeger)
12-juil.-21	Réception du projet de rapport d'évaluation des Banques	CACIB, BNPP
16-juil.-21	Liste Q&A (comptes & plan d'affaires)	BM&A
16-juil.-21	Eléments de réponse liste Q&A	Iliad (N. Jaeger, T. Robin)
18-juil.-21	Eléments de réponse liste Q&A	Iliad (T. Robin)
19-juil.-21	Présentation de la mission de l'expert indépendant aux membre du comité ad hoc	Iliad (Membres du comité ad hoc)
20-juil.-21	Précision sur les instruments dilutifs (SO, AGA, Up2Share)	Iliad (S. Sharvan)
20-juil.-21	Echanges sur les résultats des travaux d'évaluation	CACIB, BNPP, Société Générale
21-juil.-21	Estimation des coûts Spectrum	Iliad (N. Jaeger, T. Robin)
22-juil.-21	Estimation des Capex (hors Spectrum)	Iliad (T. Robin)
22-juil.-21	Echanges méthodologiques sur les travaux d'évaluation	CACIB, BNPP, Société Générale
23-juil.-21	Echanges méthodologiques sur les travaux d'évaluation	CACIB, BNPP, Société Générale
23-juil.-21	Point d'étape n°1 de restitution au Comité ad hoc (premiers résultats des travaux d'évaluation)	Iliad (Membres du comité ad hoc)
24-juil.-21	Echanges sur les travaux d'évaluation en cours	Gide (Conseil du comité ad hoc)
24-juil.-21	Bridge dette H1 21	Iliad (T. Robin)
25-juil.-21	Echanges sur les travaux d'évaluation en cours	Gide (Conseil du comité ad hoc)
26-juil.-21	Echanges sur les travaux d'évaluation en cours	Gide (Conseil du comité ad hoc)
26-juil.-21	Réception des comptes H1 21	Iliad (T. Robin)
27-juil.-21	Réception des promesses unilatérales d'achat et de vente	Iliad (S. Sharvan)
27-juil.-21	Echanges sur les résultats des travaux d'évaluation	CACIB, BNPP, Société Générale
28-juil.-21	Appréciation des éléments du Besoin en Fonds de Roulement	Iliad (T. Robin)
28-juil.-21	Point d'étape n°2 de restitution au Comité ad hoc (résultats des travaux d'évaluation)	Iliad (Membres du comité ad hoc)
29-juil.-21	Présentation des conclusions chiffrées et annonce du prix d'Offre	Iliad (Conseil d'administration)
6-août-21	Réception des projets de traité d'apport	Iliad (S. Sharvan)
8-août-21	Finalisation de la revue indépendante	BM&A
9-août-21	Envoi du projet de rapport et du projet de lettre d'affirmation	BM&A
jusqu'au 19 août 2021	Echanges sur le projet de rapport	Iliad, Gide, BM&A
20-août-21	Remise du rapport d'expertise	BM&A

7.2 Lettre de mission



Société anonyme au capital de 14.901.666 euros
Siège social : 16, rue de la Ville l'Évêque – 75008 Paris
342 376 332 R.C.S. PARIS

BM&A Advisory & Support
11, rue de Laborde
75008 Paris

A l'attention de Monsieur Pierre Béal

Paris, le 1^{er} juillet 2021

Objet : Désignation de l'expert indépendant dans le cadre du projet d'offre publique d'achat simplifiée sur les actions d'Iliad suivie, le cas échéant, d'un retrait obligatoire initiée par HoldCo ou HoldCo II

Cher Monsieur,

L'actionnaire de contrôle et fondateur de la société Iliad (« **Iliad** » ou la « **Société** »), Monsieur Xavier Niel, a informé le Conseil d'administration de la Société de son intention de mettre en œuvre, par l'intermédiaire d'HoldCo ou HoldCo II, une offre publique d'achat simplifiée visant les titres de la Société, qui serait suivie d'un retrait obligatoire dans l'hypothèse où les actionnaires minoritaires de la Société représenteraient moins de 10% du capital et des droits de vote de la Société à l'issue de l'offre (le « **Projet d'Offre** »).

En application de l'article 261-1, I, 1°, 2°, 4° et II. du Règlement Général de l'Autorité des Marchés, un expert indépendant doit être désigné dans le cadre du Projet d'Offre dans la mesure où (i) la Société est contrôlée par l'initiateur, au sens de l'article L.233-3 du Code de commerce, (ii) l'initiateur envisage de mettre en œuvre un retrait obligatoire à l'issue de l'offre publique et (iii) des accords connexes relatifs (a) au réinvestissement de certains dirigeants du groupe d'une partie des titres de la Société qu'ils détiennent et (b) au mécanisme de liquidité pour les titulaires d'actions exclues du retrait obligatoire seraient conclus.

Par conséquent, nous vous informons par la présente que le Conseil d'administration de la Société a décidé, lors de sa réunion du 6 juillet 2021, de désigner, en application de l'article 261-1, I. 1°, 2°, 4° et II. du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers et de l'Instruction AMF DOC-2006-08, le cabinet BM&A Advisory & Support, représenté par Monsieur Pierre Béal, en qualité d'expert indépendant dans le cadre du Projet d'Offre, sous réserve de l'absence d'opposition de l'Autorité des Marchés Financiers, avec pour mission d'établir un rapport sur les conditions financières du Projet d'Offre comprenant une attestation dont la conclusion prendra la forme d'une attestation d'équité indiquant que d'un point de vue financier, les termes du Projet d'Offre sont équitables pour les actionnaires de la Société sur la base du prix proposé.

Les termes et modalités de votre mission seront conformes à ceux figurant dans votre projet de lettre de mission dont les termes ont été agréés par le Conseil d'administration lors de sa réunion du 6 juillet 2021.

Par ailleurs, nous vous confirmons ne pas avoir identifié de conflits d'intérêts au sens de l'article I de l'Instruction AMF DOC-2006-08 et prenons acte qu'il en est de même de votre côté.

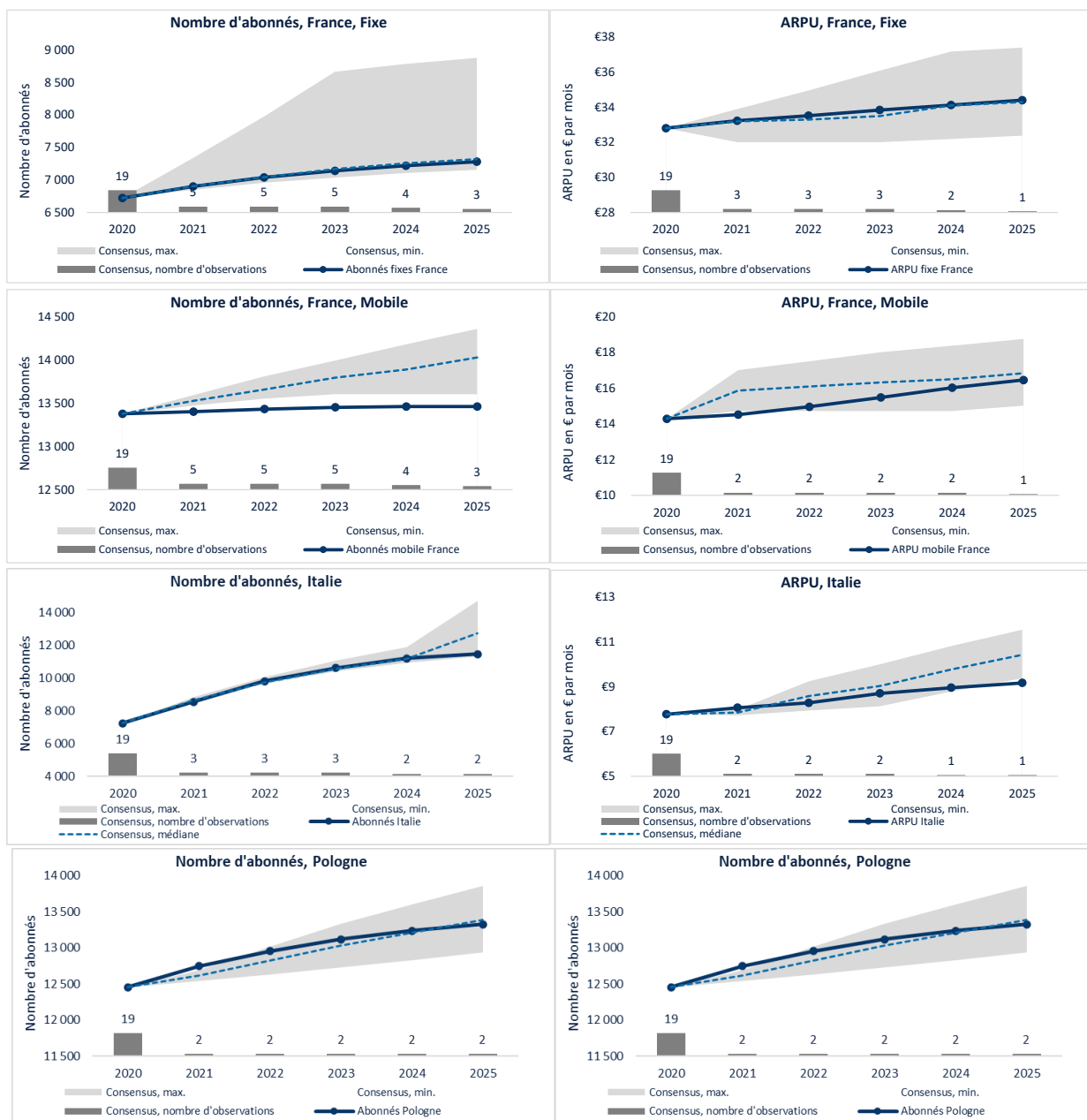
Nous vous prions d'agréer, Monsieur, l'expression de notre considération distinguée.



Thomas Reynaud
Directeur Général d'Iliad

7.3 Contextualisation du nombre d'abonnés et de l'ARPU du plan d'affaires

Un très faible nombre d'analystes financiers ayant publié des prévisions de nombre d'abonnés et d'ARPU pour chacune des *business unit*, les données présentées ci-dessous ne sont pas statistiquement significatives et présentées uniquement à titre indicatif.



7.4 Contextualisation du plan d'affaires

Croissance chiffre d'affaires (%)		2021	2022	2023	2024	2025
Incumbents	BT Group PLC	(2,3)%	(0,1)%	0,4 %	2,0 %	n.c
	Koninklijke KPN NV	(1,1)%	0,4 %	0,5 %	1,3 %	1,1 %
	Orange SA	0,1 %	0,7 %	0,5 %	0,5 %	(0,1)%
	Proximus NV	0,4 %	0,5 %	0,5 %	3,6 %	2,7 %
	Swisscom AG	0,9 %	0,1 %	0,0 %	(0,8)%	(1,4)%
	Telecom Italia SpA	(0,9)%	1,7 %	1,0 %	0,3 %	5,0 %
	Telefonica SA	(8,1)%	(3,5)%	(1,1)%	(3,3)%	(2,6)%
	Telekom Austria AG	1,9 %	1,5 %	1,5 %	0,9 %	(0,6)%
	Telia Company AB	(3,7)%	(0,9)%	0,8 %	1,8 %	4,7 %
	Telenor ASA	(8,4)%	2,2 %	1,0 %	1,9 %	3,5 %
	Elisa Oyj	3,5 %	2,6 %	1,9 %	1,4 %	1,5 %
	Deutsche Telekom AG	5,1 %	1,8 %	2,0 %	2,1 %	1,8 %
	Moyenne	(1,0)%	0,6 %	0,8 %	1,0 %	1,4 %
	Médiane	(0,4)%	0,6 %	0,6 %	1,3 %	1,5 %
Alternatifs	Tele2 AB	(0,7)%	1,5 %	1,1 %	0,4 %	(6,4)%
	NOS SGPS SA	2,3 %	3,1 %	1,5 %	(0,1)%	1,7 %
	Telefonica Deutschland Holding AG	1,2 %	2,1 %	1,2 %	(0,3)%	0,1 %
	Telenet Group Holding NV	0,9 %	0,9 %	0,4 %	1,5 %	1,2 %
	Vodafone Group PLC	1,5 %	1,6 %	1,5 %	(0,3)%	n.c
	Moyenne	1,0 %	1,8 %	1,1 %	0,2 %	(0,9)%
	Médiane	1,2 %	1,6 %	1,2 %	(0,1)%	0,7 %
Moyenne comparables (consensus)		(0,4)%	0,9 %	0,9 %	0,8 %	0,8 %
Médiane comparables (consensus)		0,4 %	1,5 %	1,0 %	0,9 %	1,2 %
Borne haute comparables (consensus)		1,4 %	1,7 %	1,3 %	1,5 %	2,4 %
Borne basse comparables (consensus)		(2,3)%	0,2 %	0,5 %	(0,0)%	(0,8)%

Marge d'EBITDAaL (%)		2021	2022	2023	2024	2025
Incumbents	BT Group PLC	31,2 %	32,2 %	33,1 %	33,5 %	n.c
	Koninklijke KPN NV	44,8 %	46,0 %	47,1 %	47,2 %	47,8 %
	Orange SA	30,5 %	30,9 %	31,1 %	31,0 %	31,4 %
	Proximus NV	33,2 %	33,3 %	33,4 %	31,8 %	30,6 %
	Swisscom AG	39,8 %	39,9 %	40,1 %	40,5 %	41,5 %
	Telecom Italia SpA	36,1 %	37,1 %	37,1 %	36,6 %	33,7 %
	Telefonica SA	29,7 %	27,0 %	27,7 %	28,2 %	28,1 %
	Telekom Austria AG	34,8 %	35,0 %	35,4 %	35,3 %	35,9 %
	Telia Company AB	33,7 %	32,9 %	33,6 %	34,1 %	34,8 %
	Telenor ASA	44,6 %	45,6 %	46,5 %	46,9 %	46,4 %
	Elisa Oyj	35,9 %	36,4 %	36,8 %	37,3 %	37,1 %
	Deutsche Telekom AG	37,1 %	37,5 %	39,0 %	38,5 %	39,6 %
	Moyenne	36,0 %	36,2 %	36,7 %	36,7 %	37,0 %
	Médiane	35,3 %	35,7 %	36,1 %	35,9 %	35,9 %
Alternatifs	Tele2 AB	39,2 %	40,7 %	42,5 %	42,4 %	46,7 %
	NOS SGPS SA	35,8 %	36,2 %	36,5 %	36,9 %	37,2 %
	Telefonica Deutschland Holding AG	31,8 %	31,5 %	31,5 %	32,4 %	34,7 %
	Telenet Group Holding NV	46,9 %	47,1 %	47,1 %	47,1 %	47,2 %
	Vodafone Group PLC	33,5 %	34,1 %	35,1 %	36,0 %	n.c
	Moyenne	37,4 %	37,9 %	38,5 %	39,0 %	41,5 %
	Médiane	35,8 %	36,2 %	36,5 %	36,9 %	42,0 %
Moyenne comparables (consensus)		36,4 %	36,7 %	37,3 %	37,4 %	38,2 %
Médiane comparables (consensus)		35,8 %	36,2 %	36,5 %	36,6 %	37,1 %
Borne haute comparables (consensus)		39,0 %	39,6 %	40,2 %	40,4 %	41,8 %
Borne basse comparables (consensus)		33,7 %	33,8 %	34,3 %	34,4 %	34,6 %

CAPEX (hors fréquences) / CA (%)		2021	2022	2023	2024	2025
Incumbents	BT Group PLC	22,8%	23,6%	23,4%	22,8%	n.c
	Koninklijke KPN NV	22,4%	23,5%	22,6%	22,1%	21,6%
	Orange SA	18,3%	17,2%	16,0%	15,4%	15,6%
	Proximus NV	22,1%	22,9%	22,6%	21,1%	20,8%
	Swisscom AG	20,0%	19,9%	19,7%	20,0%	19,6%
	Telecom Italia SpA	22,7%	22,2%	21,7%	22,0%	19,7%
	Telefonica SA	14,6%	14,0%	13,8%	14,0%	15,9%
	Telekom Austria AG	18,6%	17,6%	17,4%	16,3%	16,0%
	Telia Company AB	17,6%	17,3%	15,5%	15,6%	15,4%
	Telenor ASA	17,4%	16,4%	16,1%	15,5%	13,8%
	Elisa Oyj	12,9%	12,7%	12,6%	12,2%	12,8%
	Deutsche Telekom AG	16,8%	16,4%	15,2%	14,6%	14,1%
	Moyenne	18,8 %	18,6 %	18,1 %	17,6 %	16,8 %
	Médiane	18,4 %	17,4 %	16,7 %	16,0 %	15,9 %
Alternatifs	NOS SGPS SA	29,9%	28,4%	27,8%	25,4%	24,2%
	Tele2 AB	12,8%	12,2%	11,8%	11,2%	13,5%
	Telefonica Deutschland Holding AG	17,6%	16,8%	14,9%	14,7%	14,3%
	Telenet Group Holding NV	20,6%	20,4%	20,4%	19,5%	19,2%
	Vodafone Group PLC	18,3%	18,4%	17,7%	17,7%	n.c
	Moyenne	19,8 %	19,2 %	18,5 %	17,7 %	17,8 %
	Médiane	18,3 %	18,4 %	17,7 %	17,7 %	16,8 %
Moyenne comparables (consensus)		19,1 %	18,8 %	18,2 %	17,7 %	17,1 %
Médiane comparables (consensus)		18,3 %	17,6 %	17,4 %	16,3 %	15,9 %
Borne haute comparables (consensus)		21,3 %	21,0 %	20,4 %	19,7 %	19,0 %
Borne basse comparables (consensus)		17,0 %	16,6 %	16,0 %	15,6 %	15,2 %

EBITDAaL - CAPEX (hors fréquences) / chiffre d'affaires (%)		2021	2022	2023	2024	2025
Incumbents	BT Group PLC	8,6%	8,8%	9,8%	10,7%	10,9%
	Koninklijke KPN NV	22,4%	22,4%	24,6%	25,1%	26,2%
	Orange SA	12,2%	13,7%	15,1%	15,5%	15,8%
	Proximus NV	11,1%	10,4%	10,8%	10,7%	9,8%
	Swisscom AG	19,8%	20,0%	20,5%	20,5%	21,9%
	Telecom Italia SpA	13,4%	14,9%	15,4%	14,6%	13,9%
	Telefonica SA	15,0%	13,0%	13,8%	14,2%	12,2%
	Telekom Austria AG	16,2%	17,4%	18,0%	19,0%	19,9%
	Telia Company AB	16,1%	15,6%	18,1%	18,5%	19,4%
	Telenor ASA	27,2%	29,3%	30,4%	31,3%	32,6%
	Elisa Oyj	23,0%	23,7%	24,2%	25,1%	24,4%
	Deutsche Telekom AG	20,4%	21,1%	23,8%	23,9%	25,5%
	Moyenne	17,1 %	17,5 %	18,7 %	19,1 %	19,4 %
	Médiane	16,2 %	16,5 %	18,0 %	18,7 %	19,7 %
Alternatifs	NOS SGPS SA	5,9%	7,8%	8,7%	11,5%	13,1%
	Tele2 AB	26,5%	28,5%	30,7%	31,3%	33,2%
	Telefonica Deutschland Holding AG	14,2%	14,8%	16,6%	17,7%	20,4%
	Telenet Group Holding NV	26,3%	26,7%	26,7%	27,6%	28,0%
	Vodafone Group PLC	15,4%	15,9%	17,6%	18,5%	19,5%
	Moyenne	17,7 %	18,7 %	20,1 %	21,3 %	22,9 %
	Médiane	15,4 %	15,9 %	17,6 %	18,5 %	20,4 %
Moyenne comparables (consensus)		17,3 %	17,9 %	19,1 %	19,7 %	20,4 %
Médiane comparables (consensus)		16,1 %	15,9 %	18,0 %	18,5 %	19,9 %
Borne haute comparables (consensus)		20,5 %	21,3 %	22,6 %	23,2 %	24,1 %
Borne basse comparables (consensus)		14,0 %	14,5 %	15,6 %	16,3 %	16,7 %

7.5 Bêtas sectoriels

Bêtas hors dette	Taux d'impôt marginal	$\beta^{(1)}$	R^2	Indice	Capi. en m€ ⁽²⁾	V(Mino.) en m€ ⁽³⁾	DFN (T) en m€ ⁽³⁾	Levier (fonds propres) ⁽⁴⁾	β hors dette	Rapport de volatilité	Coef. de corr.
Incumbents	BT Group PLC	19,0%	0,89	FTSE 100	21 776,9	-	17 230,3	79,1%	0,54	197,8%	45,1%
	Koninklijke KPN NV	25,0%	0,74	AEX-INDEX	11 188,0	2,9	5 897,0	52,7%	0,53	143,0%	52,0%
	Orange SA	25,8%	0,72	EURO STOXX	25 302,7	1 333,7	28 101,0	105,5%	0,40	116,0%	62,2%
	Proximus NV	25,0%	0,62	BEL 20	5 611,6	180,2	2 191,0	37,8%	0,49	118,0%	52,8%
	Swisscom AG	14,9%	0,67	SWX SMI	25 699,3	4,2	5 033,8	19,6%	0,57	107,7%	62,0%
	Telecom Italia SpA	24,0%	1,26	FTSE MIB	8 429,0	842,0	21 195,0	228,6%	0,46	160,5%	78,7%
	Telefonica SA	25,0%	1,02	IBEX 35	21 764,8	4 803,2	37 455,0	141,0%	0,50	131,7%	77,5%
	Telekom Austria AG	25,0%	0,67	WIENER BOERSE	4 819,4	5,0	2 154,6	44,7%	0,50	112,8%	59,1%
	Telia Company AB	20,6%	0,68	OMX STOCKHOLM 30	15 366,2	168,6	(501,9)	(3,2%)	0,70	119,3%	57,2%
	Telenor ASA	22,0%	0,61	OBX 25	20 045,8	4 372,9	(3 020,9)	(12,4%)	0,70	117,4%	52,0%
	Elisa Oyj	20,0%	0,48	OMX HELSINKI 25	8 780,2	7,1	1 110,2	12,6%	0,44	117,6%	40,8%
	Deutsche Telekom AG	30,0%	0,80	EURO STOXX	85 323,9	38 661,7	86 952,0	70,1%	0,54	112,4%	71,6%
	Tele2 AB	20,6%	0,62	EURO STOXX	8 360,8	-	(239,0)	(2,9%)	0,64	131,6%	46,9%
Alternatifs	NOS SGPS SA	21,0%	0,87	PSI20	1 555,4	21,7	801,8	50,8%	0,62	158,4%	54,7%
	Telefonica Deutschland Holding AG	30,0%	0,78	EURO STOXX	7 073,5	-	654,0	9,2%	0,73	152,8%	51,1%
	Telenet Group Holding NV	25,0%	0,70	BEL 20	3 655,0	(36,9)	5 241,6	144,9%	0,34	127,0%	55,4%
	Vodafone Group PLC	19,0%	1,10	FTSE 100	40 951,3	1 939,6	39 748,0	92,7%	0,63	164,4%	66,9%
	Iliad SA	25,8%	0,59	CAC MID & SMALL	7 122,6	8,9	7 367,0	103,3%	0,33	177,1%	33,2%
Moyenne		23,1%	0,78		18 570,8		14 706,1	63,0%	0,55	134,6%	58,0%
Médiane		24,0%	0,72		11 188,0		5 033,8	50,8%	0,54	127,0%	55,4%
Moyenne pondérée par les R^2			0,83						0,54	134,3%	61,8%
Bêta Iliad anticipé			1,03						0,58	177,1%	58,0%

(1) Calculé sur une période de 3 ans
(2) Sur la base du cours moyen pondéré 20 jours au 23/07/2021
(3) Dernière valeur publiée
(4) DFN (ou T) ÷ [Capi. + V(Mino.)], où DFN : dette financière nette et T : trésorerie nette

Marge d'erreur à 95%	33%	0,06	13%	6%
Fourchette basse	30%	0,49	122%	52%
Moyenne	63%	0,55	135%	58%
Fourchette haute	96%	0,61	147%	64%

7.6 Taux d'actualisation lissé sur 12 mois

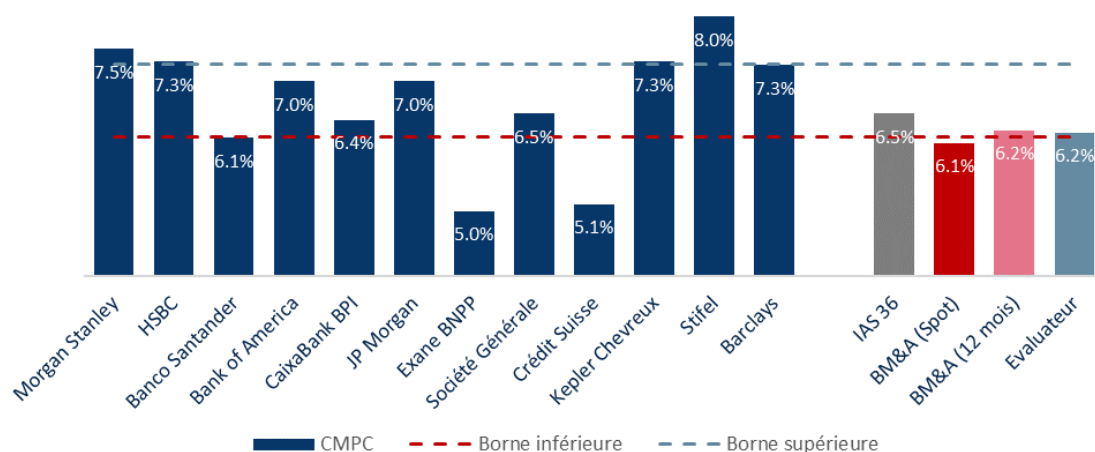
Appréciation du taux d'actualisation (lissage 12 mois)	23-juil.-21					
	France		Italie		Pologne	
	Hors dette	Avec levier	Hors dette	Avec levier	Hors dette	Avec levier
Bêta de l'actif économique : β_U	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58	0,58
Levier cible $L_e = DN / VFP$	-	78,20%	-	78,20%	-	78,20%
Bêta avec levier : β_L	0,58	0,92	0,58	0,93	0,58	0,95
TRI du marché (zone euro)	8,33%	8,33%	8,33%	8,33%	8,33%	8,33%
Taux sans risque : R_f	(0,26%)	(0,26%)	(0,26%)	(0,26%)	(0,26%)	(0,26%)
Prime de risque actions : Π_E	8,60%	8,60%	8,60%	8,60%	8,60%	8,60%
Prime MEDAF : Π_R	6,25%	6,25%	6,25%	6,25%	6,25%	6,25%
$\Pi_E - \Pi_R$	2,34%	2,34%	2,34%	2,34%	2,34%	2,34%
Prime Small Cap : Π_L	-	-	-	-	-	-
Biais de prévision	0,21%	1,71%	0,21%	1,71%	0,21%	1,71%
Prime de risque pays	0,22%	0,22%	1,63%	1,63%	0,52%	0,52%
Coût des fonds propres : k_e	6,15%	9,76%	7,56%	11,22%	6,44%	10,25%
Taux sans risque		(0,48%)		(0,48%)		(0,48%)
Spread de risque crédit		2,62%		2,62%		2,62%
Prime de risque pays		0,22%		1,63%		0,52%
Coût de la dette avant IS : k_d		2,36%		3,77%		2,65%
Charge d'intérêt après IS		1,75%		2,86%		2,15%
Levier cible $L_{VE} = DN / VE$		43,9%		43,9%		43,9%
CMPC (EUR)	6,15%	6,25%	7,56%	7,55%	6,44%	6,69%
Inflation (zone euro)					1,79%	1,79%
Inflation (locale)					2,67%	2,67%
CMPC (local)	6,15%	6,25%	7,56%	7,55%	7,36%	7,61%

7.7 Prévisions d'inflation 2026 du FMI

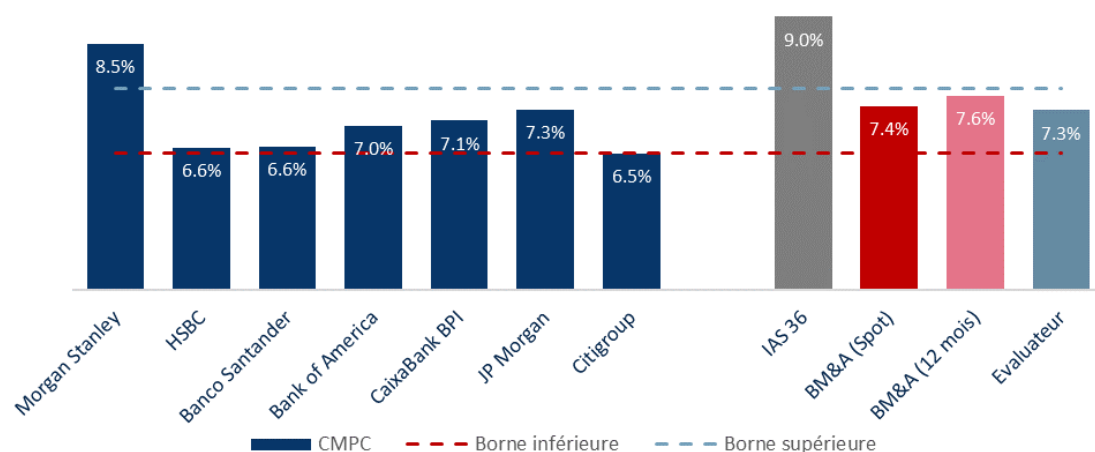
Iliad - Projections d'inflation (WOE du FMI, avril 2021)								Moyenne 2026
		2021	2022	2023	2024	2025	2026	
zone euro	Déflateur du PIB	1,3 %	1,4 %	1,5 %	1,7 %	1,8 %	1,8 %	1,8 %
	IPC, moyen	1,4 %	1,2 %	1,4 %	1,6 %	1,7 %	1,8 %	
	IPC, fin de période	1,8 %	1,2 %	1,6 %	1,6 %	1,7 %	1,8 %	
France	Déflateur du PIB	0,1 %	1,2 %	1,3 %	1,4 %	1,6 %	1,6 %	1,6 %
	IPC, moyen	1,1 %	1,2 %	1,3 %	1,4 %	1,6 %	1,6 %	
	IPC, fin de période	1,3 %	1,4 %	1,3 %	1,6 %	1,5 %	1,7 %	
Italie	Déflateur du PIB	0,5 %	0,9 %	1,0 %	1,2 %	1,3 %	1,3 %	1,3 %
	IPC, moyen	0,8 %	0,9 %	1,0 %	1,2 %	1,3 %	1,3 %	
	IPC, fin de période	0,8 %	0,9 %	1,0 %	1,2 %	1,3 %	1,3 %	
Pologne	Déflateur du PIB	3,8 %	2,5 %	2,4 %	2,4 %	2,4 %	3,0 %	2,7 %
	IPC, moyen	3,2 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	
	IPC, fin de période	2,7 %	2,6 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	

7.8 CMPC publiés par les analystes financiers

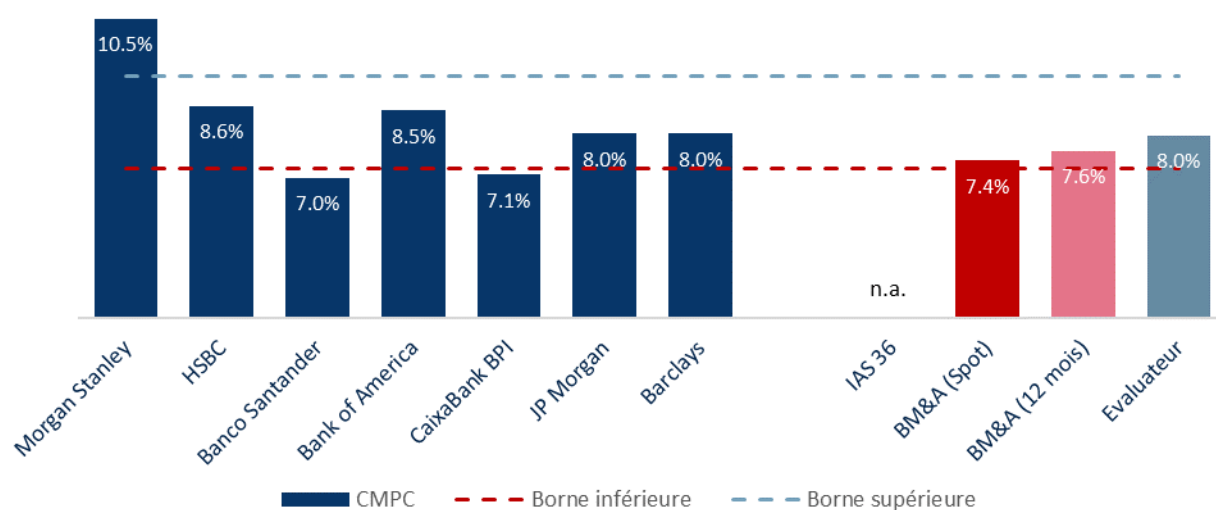
7.8.1 France



7.8.2 Italie

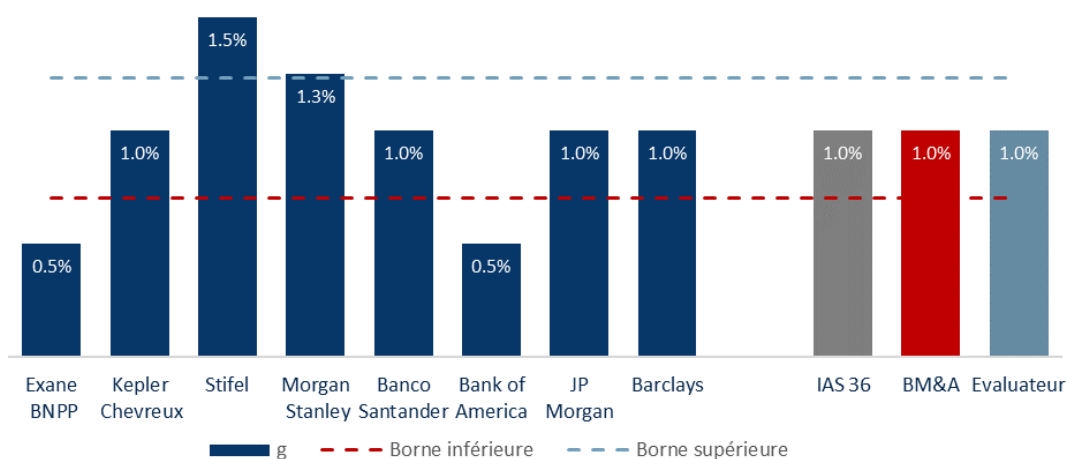


7.8.3 Pologne

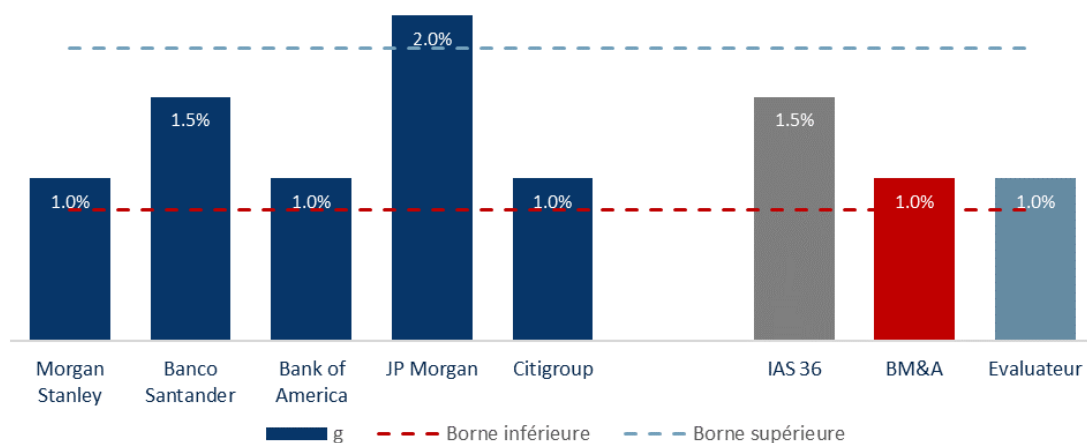


7.9 Taux de croissance à l'infini publiés par les analystes financiers

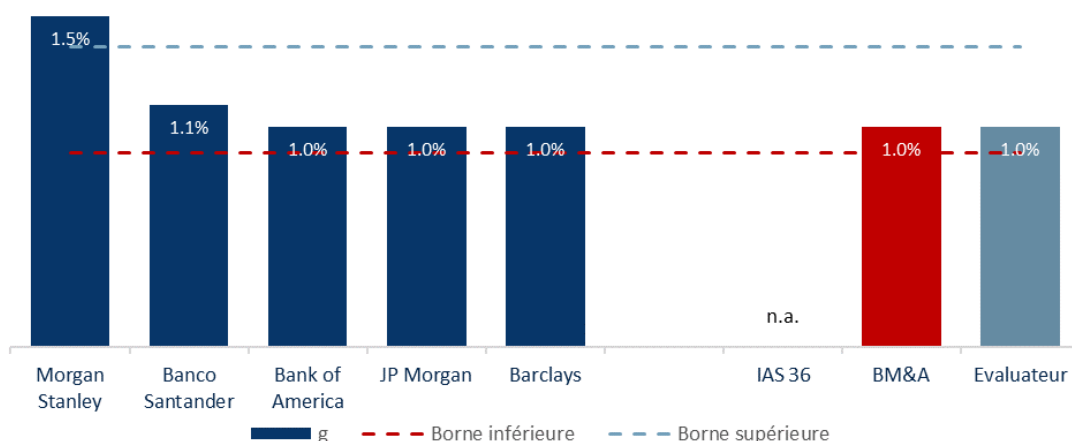
7.9.1 France



7.9.2 Italie



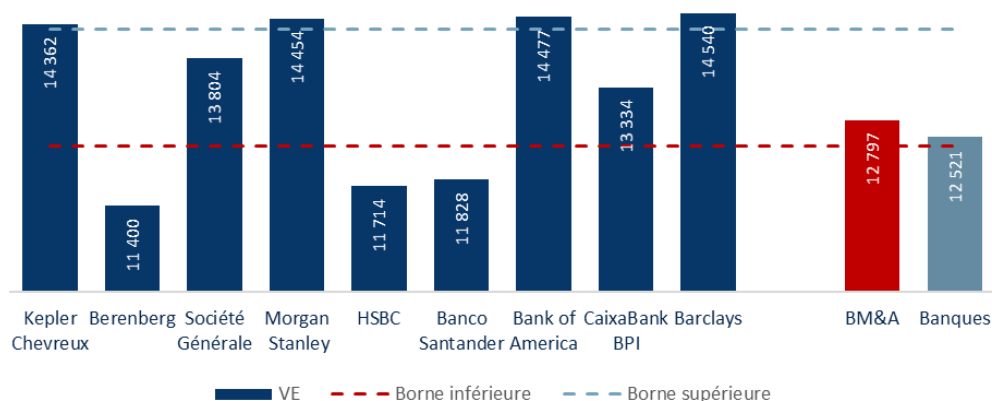
7.9.3 Pologne



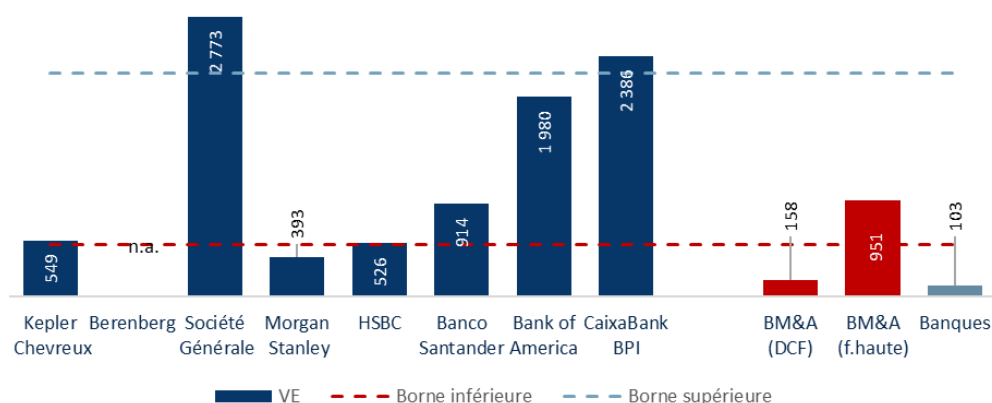
7.10 Valeur d'entreprises SOTP publiées par les analystes financiers

Note méthodologique : Les valeurs d'entreprises présentées infra ont été relevées directement dans les notes des analystes financiers, sans ajustement de notre part. La méthodologie de calcul de ces VE diffère donc potentiellement de manière importante entre les références relevées (hypothèses normatives, traitement de la dette de fréquence directement au niveau de la VE ou en éléments de passage entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres par exemple). Ces données ne sont donc présentées qu'à titre indicatif.

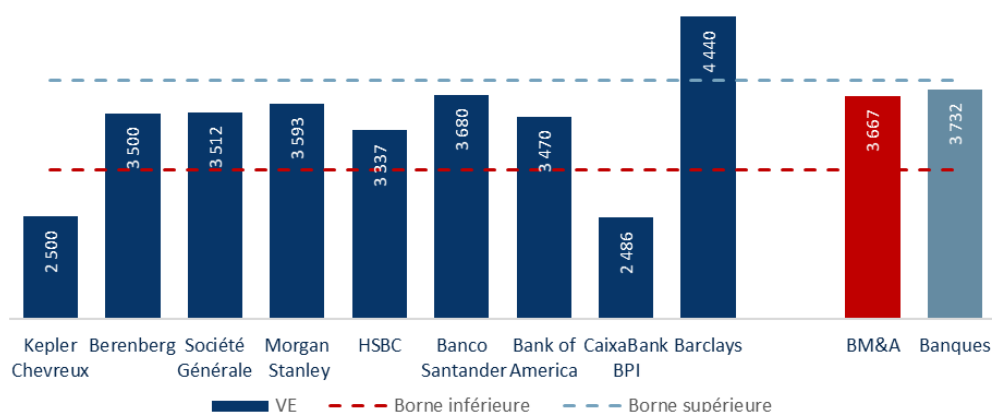
7.10.1 France



7.10.2 Italie



7.10.3 Pologne



7.11 Analyses de sensibilités par pays

France :

Valeur d'entreprise						
Iliad - France m€		CMPC				
		5,55%	5,80%	6,05%	6,30%	6,55%
g [∞]	0,60%	13 250	12 605	12 019	11 484	10 994
	0,80%	13 715	13 021	12 393	11 822	11 301
	1,00%	14 220	13 472	12 797	12 187	11 630
	1,20%	14 772	13 962	13 235	12 579	11 985
	1,40%	15 377	14 496	13 710	13 004	12 366

Valeur par action						
Iliad - France		CMPC				
		5,55%	5,80%	6,05%	6,30%	6,55%
g [∞]	0,60%	124,1 €	113,2 €	103,3 €	94,3 €	86,1 €
	0,80%	131,9 €	120,2 €	109,7 €	100,0 €	91,2 €
	1,00%	140,5 €	127,8 €	116,5 €	106,2 €	96,8 €
	1,20%	149,8 €	136,1 €	123,8 €	112,8 €	102,8 €
	1,40%	160,0 €	145,1 €	131,9 €	120,0 €	109,2 €

Valeur d'entreprise						
Iliad - France m€		Var. du ratio Capex/CA normatif				
		-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%
Var. taux d'EbitdaaL normatif	-2,00%	12 797	12 157	11 517	10 876	10 236
	-1,00%	13 438	12 797	12 157	11 517	10 876
	0,00%	14 078	13 438	12 797	12 157	11 517
	1,00%	14 719	14 078	13 438	12 797	12 157
	2,00%	15 359	14 719	14 078	13 438	12 797

Valeur par action						
Iliad - France		Var. du ratio Capex/CA normatif				
		-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%
Var. taux d'EbitdaaL normatif	-2,00%	116,5 €	105,7 €	94,9 €	84,1 €	73,3 €
	-1,00%	127,3 €	116,5 €	105,7 €	94,9 €	84,1 €
	0,00%	138,1 €	127,3 €	116,5 €	105,7 €	94,9 €
	1,00%	148,9 €	138,1 €	127,3 €	116,5 €	105,7 €
	2,00%	159,7 €	148,9 €	138,1 €	127,3 €	116,5 €

Italie :

Valeur d'entreprise						
Iliad - Italie m€		CMPC				
		6,86%	7,11%	7,36%	7,61%	7,86%
g [∞]	0,60%	173	153	134	116	100
	0,80%	187	166	146	127	110
	1,00%	202	179	158	139	121
	1,20%	218	194	171	151	132
	1,40%	235	209	186	164	144

Valeur par action						
Iliad - Italie		CMPC				
		6,86%	7,11%	7,36%	7,61%	7,86%
g [∞]	0,60%	-13,1 €	-13,4 €	-13,8 €	-14,1 €	-14,3 €
	0,80%	-12,9 €	-13,2 €	-13,6 €	-13,9 €	-14,2 €
	1,00%	-12,6 €	-13,0 €	-13,4 €	-13,7 €	-14,0 €
	1,20%	-12,3 €	-12,8 €	-13,1 €	-13,5 €	-13,8 €
	1,40%	-12,1 €	-12,5 €	-12,9 €	-13,3 €	-13,6 €

Valeur d'entreprise						
Iliad - Italie m€		Var. du ratio Capex/CA normatif				
		-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%
Var. taux d'EbitdaaL normatif	-2,00%	158	58	-42	-142	-242
	-1,00%	258	158	58	-42	-142
	0,00%	358	258	158	58	-42
	1,00%	458	358	258	158	58
	2,00%	558	458	358	258	158

Valeur par action						
Iliad - Italie		Var. du ratio Capex/CA normatif				
		0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Var. taux d'EbitdaaL normatif	-2,00%	-13,4 €	-15,0 €	-16,7 €	-18,4 €	-20,1 €
	-1,00%	-11,7 €	-13,4 €	-15,0 €	-16,7 €	-18,4 €
	0,00%	-10,0 €	-11,7 €	-13,4 €	-15,0 €	-16,7 €
	1,00%	-8,3 €	-10,0 €	-11,7 €	-13,4 €	-15,0 €
	2,00%	-6,6 €	-8,3 €	-10,0 €	-11,7 €	-13,4 €

Pologne :

Valeur d'entreprise						
Iliad - Pologne m€		CMPC				
		6,91%	7,16%	7,41%	7,66%	7,91%
g [∞]	0,60%	3 777	3 647	3 526	3 413	3 308
	0,80%	3 859	3 721	3 594	3 476	3 366
	1,00%	3 946	3 801	3 667	3 543	3 427
	1,20%	4 040	3 886	3 745	3 614	3 492
	1,40%	4 140	3 977	3 827	3 689	3 561

Valeur par action						
Iliad - Pologne		CMPC				
		6,91%	7,16%	7,41%	7,66%	7,91%
g [∞]	0,60%	43,5 €	41,3 €	39,2 €	37,3 €	35,6 €
	0,80%	44,9 €	42,5 €	40,4 €	38,4 €	36,5 €
	1,00%	46,3 €	43,9 €	41,6 €	39,5 €	37,6 €
	1,20%	47,9 €	45,3 €	42,9 €	40,7 €	38,7 €
	1,40%	49,6 €	46,8 €	44,3 €	42,0 €	39,8 €

Valeur d'entreprise						
Iliad - Pologne m€		Var. du ratio Capex/CA normatif				
		-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%
Var. taux d'EbitdaaL normatif	-2,00%	3 667	3 516	3 365	3 213	3 062
	-1,00%	3 818	3 667	3 516	3 365	3 213
	0,00%	3 969	3 818	3 667	3 516	3 365
	1,00%	4 121	3 969	3 818	3 667	3 516
	2,00%	4 272	4 121	3 969	3 818	3 667

Valeur par action						
Iliad - Pologne		Var. du ratio Capex/CA normatif				
		-2,00%	-1,00%	0,00%	1,00%	2,00%
Var. taux d'EbitdaaL normatif	-2,00%	41,6 €	39,1 €	36,5 €	34,0 €	31,4 €
	-1,00%	44,2 €	41,6 €	39,1 €	36,5 €	34,0 €
	0,00%	46,7 €	44,2 €	41,6 €	39,1 €	36,5 €
	1,00%	49,3 €	46,7 €	44,2 €	41,6 €	39,1 €
	2,00%	51,8 €	49,3 €	46,7 €	44,2 €	41,6 €

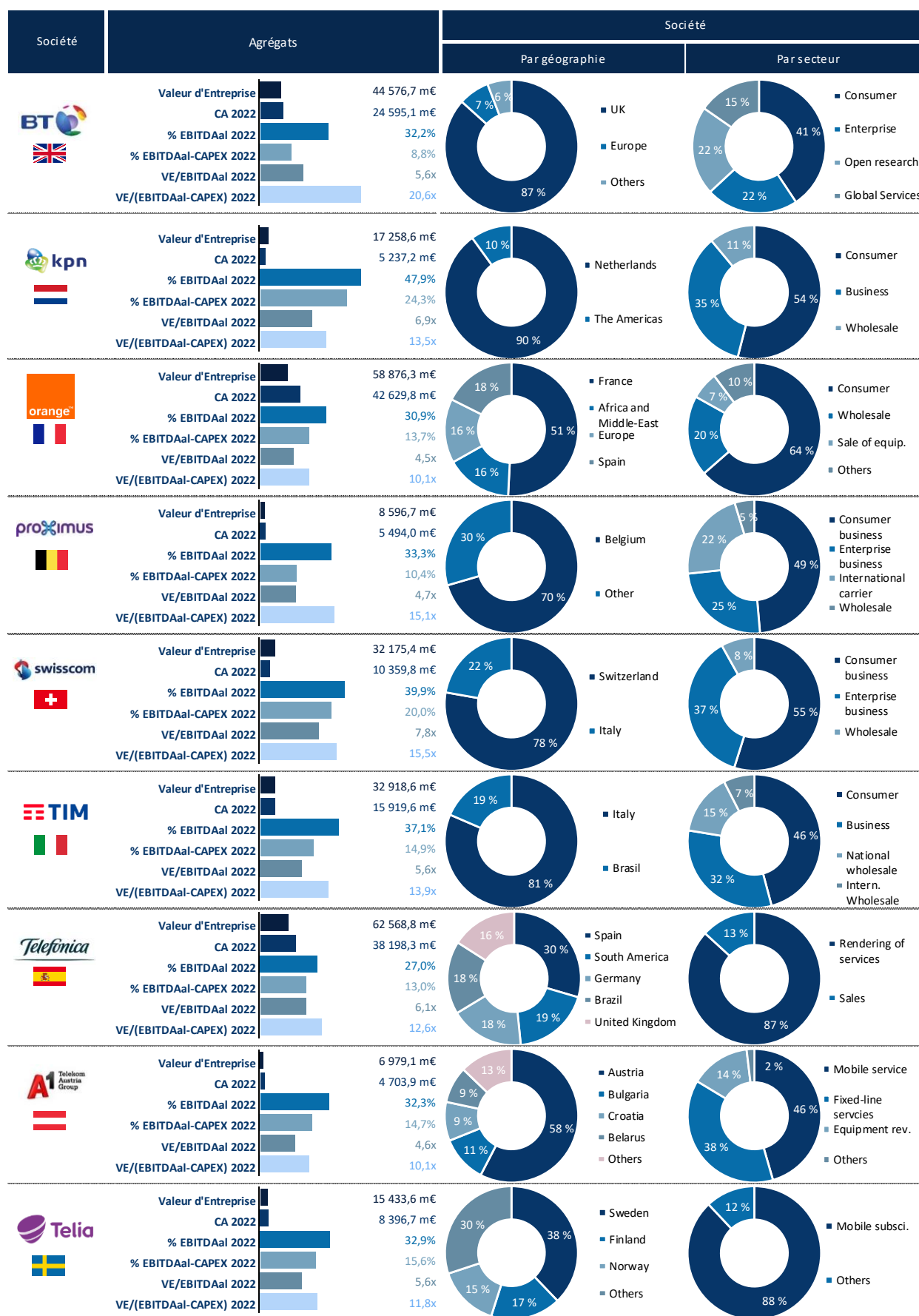
7.12 Description des comparables boursiers

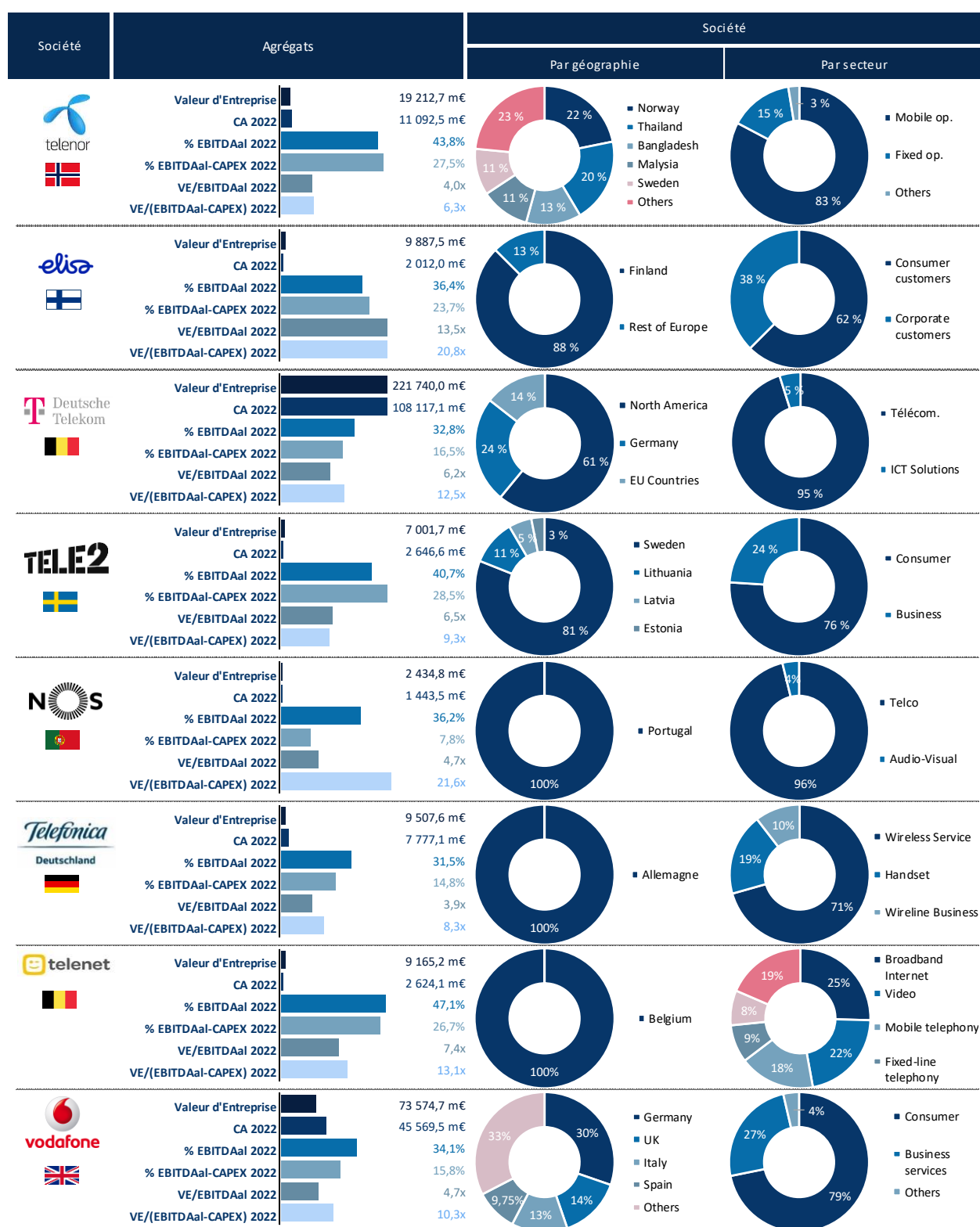
7.12.1 Activité

Société	Description	Absent du B2B	Majoritairement présent en France	Présent en Italie	Présent en Pologne	Majorité CA en téléphonie (dont -60% en Mobile / fixe)	Essentiellement présent sur marché national
 	- Présence essentiellement au Royaume-Uni mais aussi en Italie - Marge d'EBITDAaL similaire à celle d'Iliad - Propriétaire ADSL/FTTH	✗	✗	✓	✗	✓	✓
 	- Leader sur le marché néerlandais - Taille (CA) et performances relativement similaire à celles d'Iliad - Propriétaire ADSL/FTTH	✗	✗	✗	✗	✓	✓
 	- Majorité de l'activité en France, mais diversifié géographiquement - Equilibre des activités mobile/fixe - Propriétaire ADSL/FTTH	✗	✓	✗	✓	✓	✓
 	- Activité concentrée en Belgique - Taille (CA) et performances relativement similaire à celles d'Iliad - Propriétaire ADSL/FTTH	✗	✗	✗	✗	✗	✓
 	- Présence en Suisse et en Italie - Equilibre entre activités mobile/fixe - FTTH en propre et avec échange de réseau avec TIM, ADSL en propre	✗	✗	✓	✗	✓	✓
 	- Leader en Italie et présent au Brésil - Relatif équilibre entre activités fixe et mobile - Propriétaire ADSL/FTTH	✗	✗	✓	✗	✓	✓
 	- Activité diversifiée géographiquement, en Europe et Amérique Latine - Segment mobile relativement faible rapporté au fixe - Propriétaire ADSL/FTTH	✗	✗	✗	✗	✗	✗
 	- Présence en Europe de l'Est - Propriétaire ADSL/FTTH	✗	✗	✗	✗	✓	✓
 	- Présence en Scandinavie - Marge d'EBITDAaL similaire à celle d'Iliad - FFTH et VDSL en propre	✗	✗	✗	✗	✗	✓

Société	Description	Absent du B2B	Majoritairement présent en France	Présent en Italie	Présent en Pologne	Majorité CA en téléphonie (dont -60% en Mobile / fixe)	Essentiellement présent sur marché national
	- Présence majoritairement en Finlande - Relatif équilibre entre mobile et fixe	✗	✗	✗	✗	✓	✓
	- Présence en Amérique du nord majoritairement puis Allemagne - Segment mobile largement majoritaire	✗	✗	✗	✗	✓	✗
	- Présence majoritairement en Suède - Activité en B2C et B2B	✗	✗	✗	✗	✓	✓
	- Présence exclusivement au Portugal - Marge d'EBITDAaL similaire à celle d'Iliad - FTTH en site propre et avec échange de réseau avec Vodafone	✓	✗	✗	✗	✓	✓
	- Filiale allemande du groupe Telefonica - Marges dégradées après l'acquisition de E-Plus Group en 2014 - Absence d'activité B2B - VDSL dégroupé, FTTH dégroupé (press release)	✓	✗	✗	✗	✗	✓
	- Présence exclusivement en Belgique - VE et capitalisation boursière similaires à celles d'Iliad - FTTH en dégroupé, ADSL en propre	✗	✗	✗	✗	✗	✓
	- Diversifié géographiquement - Vente de 44% de SFR à Vivendi en 2011 pour 8 mds€ - Propriétaire ADSL/FTTH	✗	✗	✓	✗	✗	✗

7.12.2 Principaux agrégats







Audit



***Conseil et support
opérationnels***



Conseil financier



***Conseil et support opérationnels
aux établissements financiers***

BMA

Advisory & Support

11 rue de Laborde • 75008 Paris
+33(0)1 40 08 99 50 • www.bma-groupe.com

Société d'expertise comptable
Société par actions simplifiée au capital de 1 287 474 €
RCS Paris 513 273 763