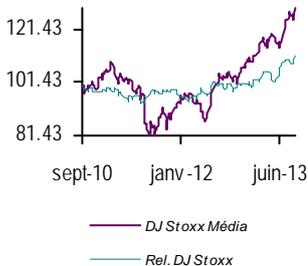


FLASH SECTORIEL

RECHERCHE ACTIONS

11 septembre 2013

Europe
Surperformance



Source : Natixis

Analyste(s)

Jérôme Bodin (33 1) 58 55 06 26
jerome.bodin@natixis.com
Pavel Govciyan (33 1) 58 55 56 02
pavel.govciyan@natixis.com

Autres médias

La francophonie, une opportunité de marché majeure

- Selon une étude de l'OIF (Organisation Internationale de la Francophonie), le nombre de francophones dans le monde devrait passer de 220 M en 2012 à 750 M en 2050. **Le français pourrait ainsi être à cette échéance la langue la plus parlée dans le monde, devant l'anglais et le mandarin.** Cette perspective constitue une opportunité de marché majeure pour l'industrie des médias français.
- **Un nouveau marché, celui des contenus francophones ?** Alors que la consommation de biens culturels et éducatifs était (et reste encore) essentiellement locale, nous estimons qu'elle devrait, à terme, reposer sur une nouvelle base : **la langue**. En effet, le numérique tend à faire disparaître les frontières dans le domaine de la diffusion (ex : succès de Youtube ou Amazon à l'échelle mondiale). Nous estimons que quelques grands marchés linguistiques (anglais, français etc.) pourraient ainsi se substituer aux traditionnels grands marchés territoriaux (USA, Japon, RU etc.). **Sur la base de ces perspectives**, alors que le numérique est souvent perçu comme une menace pour les acteurs des médias en France, **il représente aussi une opportunité de marché majeure à long terme.**
- **Les groupes médias français pourraient ainsi libérer un fort potentiel de croissance**, en adoptant progressivement une logique linguistique et non plus purement territoriale, structurellement déflationniste dans l'environnement numérique globalisé. Cela concerne tout particulièrement les éditeurs / distributeurs de contenus francophones. L'enjeu industriel serait ainsi de s'adapter à ce nouveau marché de référence de taille mondiale : la francophonie/ francophilie. Il pourrait alors s'ouvrir un cycle de croissance forte, à l'image de celui dont ont profité les groupes américains depuis 20 ans, avec le développement d'une anglophilie forte dans le domaine des contenus.
- **Quels groupes pourraient tirer profit de ces perspectives ?** Ceux ayant développé les positions les plus fortes dans le domaine des contenus. 1/ **Dans les contenus audiovisuels, Canal+ France** (80% Vivendi / 20% Lagardère) est, selon nous, le groupe le mieux positionné. La modélisation de ce potentiel de marché, à partir de 2016, nous conduirait à une création de valeur potentielle de 2,3 Md€, soit 10% de la capitalisation boursière de Vivendi. Canal+ dispose déjà de positions fortes en Afrique et un renforcement dans les contenus pourrait constituer un socle solide à la future « equity story » du groupe ; 2/ **Dans l'édition, Lagardère** paraît le mieux placé pour développer une activité durable, via les contenus éducatifs (déjà une présence au Maroc). A condition toutefois d'accélérer la numérisation en France, faute de quoi les concurrents (Pearson ?) pourraient chercher à capter ces perspectives.

Equity Markets equity.natixis.com
Accès Bloomberg NXSE

Ce document est distribué aux Etats-Unis. Merci de lire attentivement l'avertissement en fin de document.

Sociétés	Opinion	Cours	Objectif	PE (x)		VE/REX (x)		VE/CA (x)	
				2013	2014	2013	2014	2013	2014
Vivendi	Acheter	15,84 €	22,20 €	8,8	8,7	9,0	8,7	1,5	1,5
Lagardère SCA	Neutre	24,21 €	21,40 €	11,7	10,8	15,1	13,3	0,7	0,7
Médiane				10,3	9,8	12,1	11,0	1,1	1,1

EQUITY MARKETS

Sommaire

1. Un nouveau marché à dimension mondiale ?	3
Le français, la langue la plus parlée du monde en 2050	3
L'opportunité du numérique	4
L'Afrique, moteur de la croissance francophone	4
Vers une demande forte pour un modèle culturel alternatif ?	5
2. Après le succès des groupes US dans les contenus, celui des groupes français ?	7
Les groupes anglo-saxons ont déjà largement appréhendé ce changement de dimensionnement	7
Le marché des francophones/philes pourrait échapper aux groupes de contenus français	8
Un enjeu économique majeur pour la France	9
3. Quels groupes pourraient capter cette opportunité ?	10
Une opportunité forte dans le domaine audiovisuel	10
Canal+ France, le groupe le mieux positionné	11
Quel impacts financiers pour Canal+ ?	11
Canal+ pourrait envisager des acquisitions dans ce cadre stratégique	12
Pour les éditeurs, le passage obligé par l'éducation	13
Le fort taux d'illettrisme limite la diffusion littéraire	13
L'éducation comme catalyseur du développement de l'édition généraliste	14
L'enjeu de l'éducation numérique sur les marchés domestiques	15
Un enjeu de valorisation non négligeable pour Lagardère	16
5. Nutshells	17
Lagardère	19
Vivendi	27

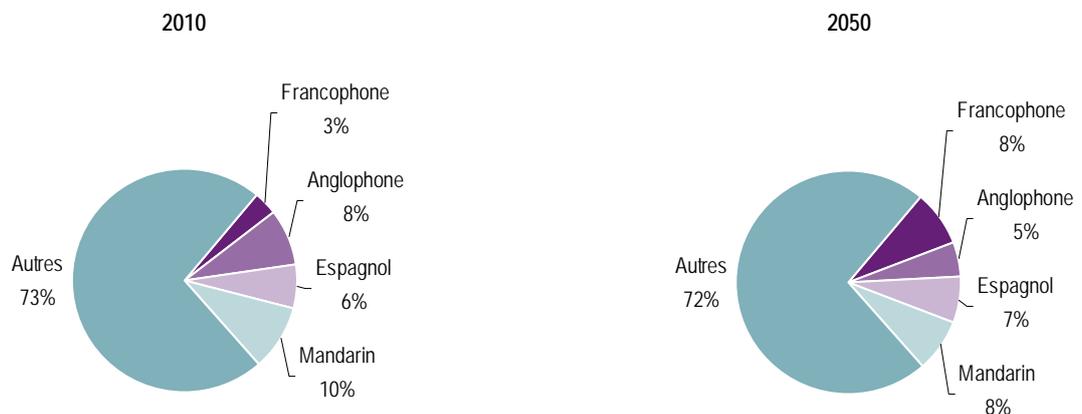
1. Un nouveau marché à dimension mondiale ?

La forte croissance démographique dans les zones francophones (notamment en Afrique) offrent un potentiel de croissance long-terme bien supérieur aux prévisions qu'intègre actuellement le marché. En effet, la numérisation des contenus abolit les frontières géographiques et renforce les frontières linguistiques. Autrement dit, si le français devient la langue la plus parlée dans le monde en 2050, les groupes de contenus médias français pourraient adresser un marché à dimension mondiale, **avec une croissance potentielle 3 fois supérieure à celle de leur marché de référence actuel (marché français domestique).**

Le français, la langue la plus parlée du monde en 2050

Selon une étude de l'OIF (Organisation Internationale de la Francophonie), **le nombre de francophones dans le monde devrait passer de 220 M en 2012 à environ 750 M en 2050**, dont environ 90% en Afrique, continent dont la croissance économique devrait, par ailleurs, être particulièrement forte. **Le français pourrait ainsi être la langue la plus parlée au monde, et ce devant l'anglais.** Alors que 8% de la population mondiale parle actuellement l'anglais, ce chiffre devrait passer à 5% en 2050. Inversement le français devrait être parlé par 8% de la population contre 3% en 2012.

Graphique 1 : Répartition des locuteurs par langue



Sources : OIF, divers rapports, Natixis

Cette perspective constitue une opportunité de marché très importante pour les groupes de médias français sur le long terme. Pour le moment, la plupart d'entre eux adressent principalement le marché français, petit à l'échelle mondiale et à croissance très faible (+1% / an environ). Les économies d'échelle sont ainsi quasi-inexistantes et il est très difficile pour ces groupes d'être compétitifs, notamment face à l'industrie des contenus anglo-saxons. **L'une des principales faiblesses de l'industrie médias/ éducation française est, selon nous, sa taille.**

Il convient par ailleurs de souligner la mobilité professionnelle croissante des français. Dans le contexte actuel de mondialisation des échanges, de nombreux français passent plusieurs années à

l'étranger, créant ainsi de nombreuses poches de francophonie, plus ou moins importantes en fonction des zones. Selon les statistiques du ministère des Affaires étrangères, environ 1,6 M de français vivaient à l'étranger en 2011 (dont 300 k pour Londres). Or, il est probable que cette tendance se poursuive sous l'effet d'une accélération des échanges commerciaux.

Plus anecdotiquement, il existe aussi de nombreuses poches de francophonies, qui échappent pour le moment totalement aux groupes de médias français, car englobées dans un ensemble linguistique beaucoup plus large et dominant. Or comme nous le détaillons ci-dessous, le numérique permet d'adresser beaucoup plus facilement ces groupes. C'est par exemple le cas aux Etats-Unis qui compte environ 2 M de francophones (de nationalité américaine et non française), en Pologne (1 M) ou encore en Israël (0,5 M).

Alors que la langue est un élément identitaire très fort et un déterminant clef dans la consommation de produits culturels et éducatifs, ces tendances devraient avoir des conséquences importantes pour le marché des médias et contenus français. Grâce notamment à la numérisation des contenus culturels et éducatifs.

L'opportunité du numérique

Le développement du numérique à l'échelle mondiale va radicalement changer la façon d'adresser les marchés médias. Le numérique induit, en effet, une disparition progressive des frontières dans le domaine des médias et des contenus. Il est dorénavant possible de commercialiser des produits culturels et éducatifs sur tous les territoires, dès qu'on en détient les droits.

Nous estimons ainsi que le numérique va conduire à la définition de nouveaux marchés, dont les frontières ne seront plus territoriales (pays) mais linguistiques. Dans le cas des groupes français, **la taille du marché adressable change ainsi radicalement.** Il ne s'agit plus d'adresser le marché français (65,5 M d'habitants + quelques déclinaisons européennes) mais un ensemble beaucoup plus large, fortement demandeur de contenus francophones.

Le numérique constitue ainsi un catalyseur important. Alors que le numérique est souvent perçu comme une menace pour l'industrie médiatique française, **il constitue aussi une rupture technologique, qui devrait permettre aux groupes de contenus français d'élargir leur potentiel de marché à long terme et d'adresser « facilement » ce nouveau marché.**

L'Afrique, moteur de la croissance francophone

9 francophones sur 10 devraient être africains d'ici 2050. Or, selon la Banque mondiale, ce continent devrait enregistrer une très forte croissance économique sur la période. Le PIB de cette zone devrait être multiplié par 15 d'ici 2050.

Sur la base de ces prévisions (et en excluant les pays anglophones) et de celles de l'OIF, nous avons estimé la croissance potentielle du marché des médias sur cette nouvelle zone francophone. **Celle-ci devrait être très forte, nettement plus que celle des marchés européens matures, tels que le marché français.** Elle devrait, selon nous, ressortir à environ +3,2% par an en moyenne d'ici 2050 contre seulement +1% pour le marché français, avec probablement une croissance beaucoup plus forte entre 2020/2040 (période de rattrapage économique).

Or ce différentiel de croissance est important car il pourrait nous conduire à relever substantiellement nos prévisions de croissance long terme pour les valeurs de notre univers de

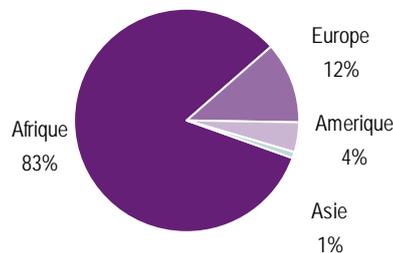
couverture, si celles-ci faisaient évoluer leur marché adressable. **Autrement dit, un groupe français qui adresserait ce nouveau marché pourrait générer une croissance 3x plus forte qu'un autre groupe qui ne viserait que son marché domestique.**

Graphique 2 : Progression du nombre de francophones 2010/2050 (en M)



Source : OIF, Natixis

Graphique 3 : Répartition géographique du nombre de francophones en 2050



Source : OIF, Natixis

Dans ce contexte, cette évolution démographique, linguistique et donc économique (« Il n'est de richesses que d'hommes »¹) constitue une opportunité long terme majeure pour l'industrie des médias française, tout particulièrement pour les groupes qui auront su adapter leurs outils de production à ces perspectives.

Vers une demande forte pour un modèle culturel alternatif ?

Enfin, il est probable qu'émerge progressivement une demande forte pour des contenus culturels ou éducatifs alternatifs au modèle anglo-saxon. Si les modèles très locaux pourraient avoir beaucoup de mal à survivre dans le contexte mondialisé actuel, il est probable que la demande se porte sur d'autres grands modèles, dont la francophonie pourrait être le support.

¹ Jean Bodin, « La République »

Par ailleurs, l'image très positive dont bénéficie la France dans le monde pourrait, selon nous, constituer un soutien important à l'émergence de ce marché. Il pourrait alors s'enclencher une dynamique vertueuse, tant d'un point de vue commerciale que diplomatique (rayonnement).

2. Après le succès des groupes US dans les contenus, celui des groupes français ?

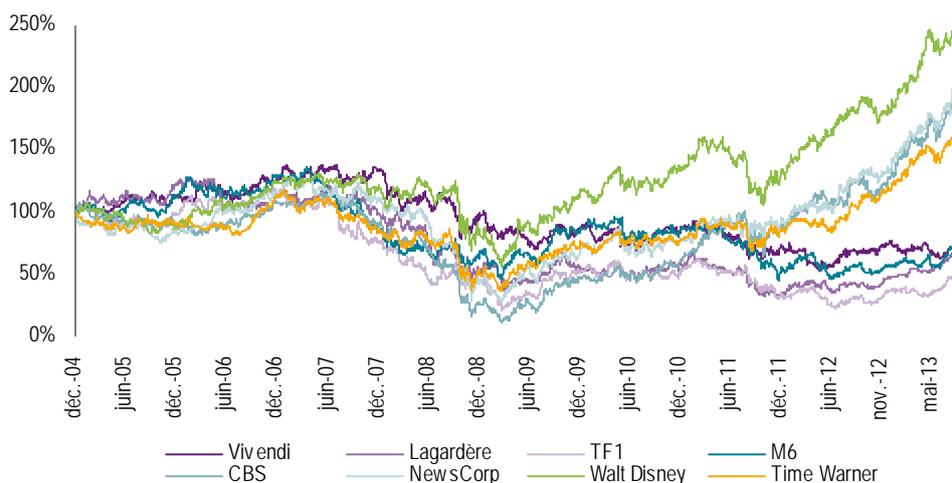
Les groupes médias anglo-saxons (NewsCorp, CBS, Pearson) ont pris en compte depuis plusieurs années ce nouveau dimensionnement des contenus : le numérique leur offre une opportunité de distribuer leurs contenus (culturels et éducatifs) auprès d'un marché anglophone de taille mondiale. Ils seront donc des modèles pour les groupes français qui chercheront à bénéficier de l'essor de la francophonie ... A moins qu'ils ne deviennent des concurrents, prêts à répliquer leur savoir-faire sur ce marché naissant.

Les groupes anglo-saxons ont déjà largement appréhendé ce changement de dimensionnement

Depuis environ 20 ans, les groupes américains ont pleinement tiré profit de l'élargissement de leur marché adressable dans les médias (TV tout particulièrement) mais aussi dans l'éducation.

Ainsi, l'évolution du cours de Bourse des 4 grands groupes audiovisuels anglo-saxons (CBS / NewsCorp / Walt Disney / Time Warner) surpasse très nettement celle des 4 groupes français (Vivendi / Lagardère / TF1 / M6) : -40% en moyenne pour les groupes français depuis début 2005 vs +90% pour les groupes anglo-saxons. Si ce différentiel de performance s'explique par de multiples raisons (parité de change, attractivité des actions américaines etc.), le positionnement sur les contenus nous semble l'élément explicatif principal.

Graphique 4 : Les titres de groupes anglo-saxons surperforment nettement leurs pairs français boursièrement

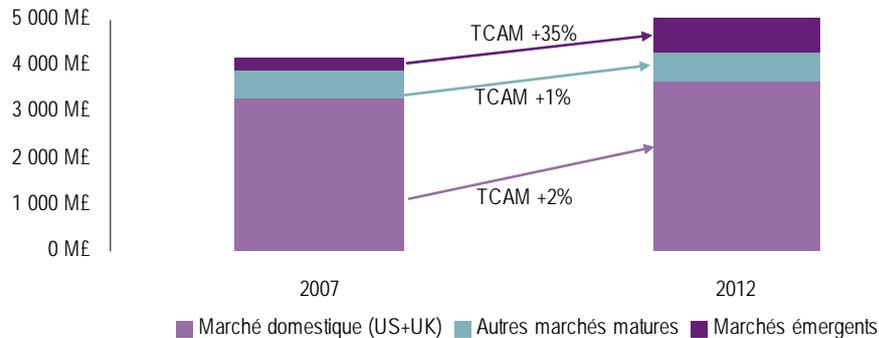


Sources : Datastream, Natixis

Leur marché n'est plus celui des Etats-Unis ou du RU, mais celui des anglophones (cf. éducation) ou des anglophiles (contenus culturels, en particulier audiovisuels). CBS, NewsCorp, ou Time Warner ont adopté des stratégies exportatrices très agressives, profitant d'une demande forte à l'échelle mondiale, tout particulièrement pour les contenus anglophones. De même, Pearson, qui se

présentait au début des années 2000 comme un éditeur « anglo-américain », a depuis développé ses activités pour devenir un acteur de l'éducation dans le monde anglophone (ou anglophile) :

Graphique 5 : La croissance du CA de Pearson est tirée par les nouveaux marchés (en M€)



Sources : Pearson, Natixis

Les nouveaux marchés ont clairement tiré la croissance du groupe : +5% en moyenne depuis 2007 (mais +2% hors émergents). La croissance la plus forte a été réalisée dans les zones émergentes (Chine / Inde / Moyen-Orient / Afrique / Amérique latine) : Pearson a donc pleinement profité de la mondialisation, et de la diffusion de la culture/pensée anglo-saxonne, au-delà de son pays d'origine (RU/États-Unis). C'est vrai sur les contenus éducatifs, mais aussi sur les contenus culturels (livres et presse, avec le lancement du Financial Times au Brésil l'an passé, par exemple). Parallèlement, Pearson s'est imposé en numérisant ses contenus existants, destinés aux marchés matures, pour adresser les marchés émergents : Inde, Brésil et Moyen-Orient pour l'heure, mais d'autres pays activent leur migration numérique, notamment l'Afrique.

Dans l'édition comme dans l'audiovisuel, la distribution de contenus au format numérique dans le monde entier offre des économies d'échelle importantes et permet de créer une dynamique de marché fortement créatrice de valeur. **C'est ainsi que les secteurs de l'éducation et de l'audiovisuel ont affiché un excédent commercial de 27 Md\$ en 2012 aux États-Unis.** Les données pour la France pour l'éducation ne sont pas détaillées, mais l'industrie audiovisuelle a affiché un excédent nul en 2012 (source Banque de France). Pour mémoire, en 2012, le solde des transactions courantes de la France a enregistré un déficit de 44,4 Md€.

Le succès de ces groupes à l'échelle mondiale s'explique en grande partie, par l'affirmation d'une anglophilie forte. Au-delà des anglophones de langue maternelle (environ 350 M de personnes en 2012), l'anglais (et plus largement la culture anglo-saxonne) s'est affirmée, en quelques années, comme le pivot de la consommation culturelle (environ 1,2 Md de personnes parlant un anglais basique, soit environ 20% de la population mondiale). Ce succès, culturel, n'est pas un hasard, il a été accompagné d'une stratégie commerciale très agressive.

Le marché des francophones/philes pourrait échapper aux groupes de contenus français

Si les groupes français semblent actuellement détenir les atouts pour bénéficier de l'essor de la francophonie, nous estimons qu'ils pourraient rapidement être doublés par des groupes étrangers, pour le moment beaucoup mieux préparés à adresser ces marchés étrangers.

Alors que les barrières à l'entrée sont fortes sur le marché français, voire très fortes dans le domaine de l'éducation compte tenu des relations entre les éditeurs et l'État, elles devraient se

révéler beaucoup plus faibles sur ce marché des francophones. Notamment, comme nous venons de le décrire, car le numérique induit une porosité des frontières. La position des pouvoirs publics sera, selon nous, déterminante, notamment sur la structuration de ces filières. **Ont-elles une vocation purement domestique ou aussi mondiale ?**

Dans le domaine de l'éducation, après s'être imposé sur les marchés de l'éducation « en anglais », Pearson pourrait, selon nous, rechercher d'autres grands ensembles linguistiques sur lesquels développer des économies d'échelle. Le français (mais aussi l'espagnol ou le portugais) pourraient rapidement être identifiés comme des opportunités. Une acquisition en France ou le recrutement de quelques personnes clés pourrait être une première étape.

Dans le domaine de la production audiovisuelle, les barrières à l'entrée sont aussi relativement faibles, tout particulièrement dans l'environnement numérique actuel. Ce marché de la francophonie pourrait ainsi tout à fait échapper aux groupes français. Un groupe tel que Bertelsmann, avec une présence déjà forte sur le marché français et dont les pays émergents sont une priorité, constitue l'acteur typique qui pourrait décider d'adresser ce marché.

Il est, par ailleurs, intéressant de noter que les groupes chinois investissent d'ores et déjà assez massivement dans la diffusion audiovisuelle (chaînes de télévision) en Afrique. CCTV, groupe public de TV chinois, a notamment signé avec plusieurs pays africains des accords de coopération dans le domaine audiovisuel. Alors que Canal+ France est essentiellement présent dans la diffusion par satellite, les groupes chinois profitent de la construction d'infrastructures pour installer des réseaux TNT, puis proposer des programmes chinois ou sino-africains aux chaînes locales. Il pourrait ainsi s'installer progressivement une concurrence entre le réseau TNT, dominé par les groupes chinois, et le réseau satellite, opéré par Canal+ France.

Un enjeu économique majeur pour la France

Comme nous l'avons détaillé précédemment, **le secteur audiovisuel (et probablement celui de l'éducation) a affiché un excédent nul**. Autrement dit la valeur des importations a compensé celles des exportations, ce qui est tout à fait logique au regard de la très forte dépendance des chaînes de télévisions françaises aux films et séries américaines.

La francophonie/philie constitue, selon nous, **une opportunité de marché majeure pour les groupes de contenus français, mais aussi et surtout pour la France de réduire son déficit commercial**. L'exemple américain démontre que les excédents commerciaux peuvent être très importants (27 Md\$ en 2012) dans ces industries. Deux conditions sont toutefois nécessaires :

- Que la demande extérieure soit forte, ce que nous illustrons à travers cette note et l'émergence probable d'une francophonie/philie à travers le monde.
- Et que l'appareil productif (ici l'industrie audiovisuelle française) soit adaptée et structurée pour adresser cette demande. Ce qui n'est pour le moment pas totalement le cas, puisque la filière adresse essentiellement le marché domestique. Comme nous le détaillons en page 10, une évolution de la réglementation dans le domaine de la production audiovisuelle pourrait constituer un important catalyseur.

Au final, alors que la demande pour les contenus éducatifs et audiovisuels francophones pourrait être très forte, la structuration d'une filière exportatrice est un enjeu clé pour la France. Elle permettrait d'assurer son rayonnement (satisfaire la demande pour des contenus francophones), de réduire son déficit commercial et d'imposer une industrie des médias compétitive à l'échelle européenne (notamment vs groupes allemands) et mondiale (vs groupes américains voire chinois).

3. Quels groupes pourraient capter cette opportunité ?

Les groupes ayant développé les positions les plus fortes dans le domaine des contenus (et donc s'étant libéré des contraintes d'exploitations des droits) devraient tirer profit de ces perspectives.. Nous pensons tout particulièrement à **Canal+ France** (80% Vivendi / 20% Lagardère), dans les contenus audiovisuel, et, dans l'édition, **Lagardère**.

Une opportunité forte dans le domaine audiovisuel

La plupart des groupes français sont, pour le moment, relativement faibles dans le domaine des contenus, notamment car la réglementation est très contraignante. Elle pourrait toutefois évoluer, sous l'effet d'une « nouvelle politique économique » dans le domaine des médias.

Dans ce contexte, Canal+ France nous semble le groupe le mieux positionné pour appréhender ce potentiel de marché. Les impacts financiers et en termes de valorisation pourraient alors être importants pour le groupe et son actionnaire principal (Vivendi). Post cession des actifs télécoms de Vivendi, Canal+ pourrait par ailleurs entreprendre une politique de M&A plus soutenue, qui s'inscrirait en partie dans ce contexte de développement du marché de la francophonie. **Ce renforcement dans les contenus constituerait alors l'une des pierres angulaires de la future « equity story » de Vivendi dans les médias.**

Plusieurs changements sont nécessaires pour libérer ce potentiel de croissance

Le marché de la francophonie offre donc des perspectives de marché très importantes. Toutefois la structure du marché audiovisuel français est, selon nous, pour le moment peu adaptée pour appréhender ce potentiel. Le secteur est très fragmenté et la réglementation a eu pour principal conséquence d'orienter l'appareil productif vers le marché domestique.

Plusieurs changements nous semblent ainsi nécessaires pour libérer ce potentiel de croissance associé au développement de la francophonie/phillie :

- **Une évolution de la réglementation dans le domaine de la production audiovisuelle.** Les chaînes de télévision sont, pour le moment, fortement limitées dans leurs investissements dans le domaine de la production. La loi contraint en effet les chaînes à acquérir l'essentiel de leurs programmes de fiction auprès de producteurs indépendants. Dans ce contexte et contrairement à leurs pairs européens, l'incitation à développer des capacités de production est très limitée. Ceci constitue, selon nous, un frein important à l'émergence d'une industrie de la production française à vocation internationale ;

Il est important de souligner que les groupes de TV **français** pourraient tout à fait développer des capacités de production à l'échelle internationale sans évolution de la réglementation. C'est notamment ce que fait déjà StudioCanal (100% Groupe Canal+) à travers sa filiale de production Tandem (séries). Toutefois, **une présence forte sur le marché français nous semble une condition nécessaire pour construire un pôle compétitif à l'échelle internationale**, en particulier dans la perspective d'une demande forte des marchés francophones/philles. Cette présence permettrait en effet de développer des formats et concepts sur le principal marché du

groupe, la France (80% du CA de Groupe Canal+), d'amortir ceux-ci puis ensuite d'envisager une commercialisation internationale. C'est le modèle qui a été développé, depuis plusieurs années, par les studios américains, profitant, comme nous l'avons vu, d'un appétit fort pour les contenus anglo-saxons.

- **Un changement des organisations des entreprises.** Nous estimons en effet que les organisations des groupes de médias français sont pour le moment peu adaptées pour adresser ces marchés internationaux. Canal+ est une exception compte tenu de son exposition à plusieurs marchés étrangers (Pologne, Afrique, Vietnam etc.). Ces groupes, pour le moment essentiellement tournés vers le marché intérieur, devront adopter de nouvelles organisations, beaucoup plus orientées vers l'international et l'export et moins vers la seule demande domestique.
- **Enfin, il est probablement nécessaire qu'un nouveau type de format émerge intégrant à la fois les codes des productions domestiques et une dimension plus internationale.** Certaines acquisitions pourraient alors se révéler nécessaires, afin d'acquérir des compétences et expertises plus locales. Sur ce point, les récents développements d'EuropaCorp nous semblent intéressants (exemple : la série No Limit). Les groupes de TV français ne pourront jamais être compétitifs face aux films/séries à grands succès américains (blockbusters), mais il existe probablement un marché pour des produits plus ciblés à vocation mondiale. Un exemple est notamment celui de certaines séries scandinaves (exemple : Killing ou Borgen), dont les succès à l'international sont réguliers. A noter que ces séries ont été développées par la TV publique danoise, profitant de la possibilité de développer elle-même ses productions.

Canal+ France, le groupe le mieux positionné

Canal+ France (80% Vivendi / 20% Lagardère) nous semble être le groupe le mieux positionné. Il a acquis une longue expérience en Afrique (présent depuis 1991) et pourrait tirer profit d'un renforcement de son pôle de contenus (StudioCanal). Il pourrait, par ailleurs, s'appuyer sur le principal actionnaire du groupe Vivendi, Vincent Bolloré (qui détient 5% du groupe), qui dispose d'une présence très forte et historique en Afrique. Le management du groupe Vivendi a réitéré, à plusieurs reprises, sa volonté de se renforcer dans le domaine des contenus et plus particulièrement de développer Canal+ à l'international. Si la direction stratégique du groupe reste pour le moment relativement floue, nous estimons que les perspectives que nous avons détaillées constituent pour lui une opportunité importante. **Ces perspectives constitueraient un support important pour la future « equity story » de Vivendi dans les contenus.**

Par ailleurs, nous estimons possible qu'un accord entre Vivendi et Lagardère soit éventuellement trouvé autour de Canal+ France (détenu à 20% par Lagardère) et le regroupement de leurs actifs dans le domaine des contenus. Lagardère est investi sur ce segment via Lagardère Entertainment (environ 200 M€ de CA), qui pourrait s'avérer un actif de croissance pour Groupe Canal+ dans le cadre de ces perspectives.

Les autres groupes de télévision français, **TF1 et M6** en premier lieu, pourraient tout à fait adresser ce marché naissant. Ils sont toutefois légèrement en retard face à Canal+ qui bénéficie d'une expérience longue sur le territoire africain (TF1 dispose d'une petite exposition à cette zone via Eurosport).

Quel impacts financiers pour Canal+?

Afin d'évaluer l'impact potentiel de ces perspectives pour Vivendi, nous avons modélisé une hypothèse de croissance plus forte pour Canal+ France dès 2016.

Notre valorisation actuelle de Canal+ France (pour 100%) ressort à 5,1 Md€ (soit un ratio VE/EBITA 2013 de 8x). Cette valorisation est obtenue sur la base d'une hypothèse de croissance moyenne du CA de 0,5% par an et une marge d'EBITA long terme de 15% (vs 15,5% en 2012).

Comme nous l'avons détaillé en page 4, ce nouveau marché pourrait afficher une croissance de 3% par an sur le long terme. La croissance pourrait même être encore plus forte autour des années 2020, compte tenu du probable rattrapage économique de l'Afrique. Nous avons ainsi modélisé cette croissance à partir de 2016 (+3% / an) et une marge d'EBITA de 18% (en hausse par rapport à notre prévision actuelle compte tenu de l'effet de levier et les économies d'échelle). **Sur cette base, notre valorisation de Canal+ France ressortirait à 7,4 Md€, soit une création de valeur de l'ordre de 2,3 Md€ par rapport à la situation actuelle** (environ 10% de la capitalisation boursière de Vivendi, et beaucoup plus après le probable retour à l'actionnaire).

Cette prévision de rentabilité (18%) pourrait même se révéler prudente. En effet, il est intéressant de noter que les groupes de contenus américains (CBS, Disney, Fox et Time Warner) affichent des marges beaucoup plus élevées (entre 20 et 25%). Si chaque groupe présente un profil particulier en disposant d'activités très spécifiques (affichage pour CBS, parcs d'attractions pour Disney etc.), ils ont en commun d'avoir adopté une stratégie forte dans le domaine des contenus, qui constitue un soutien très fort à leur rentabilité. **L'affirmation d'un leadership à l'échelle européenne dans le domaine des contenus (mais aussi dans la diffusion, via une stratégie d'intégration verticale aboutie) pourrait, selon nous, crédibiliser ce niveau de rentabilité.** Une hypothèse de marge LT de 25% nous conduirait à une valorisation de Canal+ France de 10,2 Md€, soit une création de valeur de 5,1 Md€ (24% de la capitalisation boursière actuelle de Vivendi).

Canal+ pourrait envisager des acquisitions dans ce cadre stratégique

Comme nous l'avons détaillé à de nombreuses reprises (voir notamment notre note du 20/12/2012 « *Canal, plus de croissance externe ?* », Canal+ pourrait, selon nous, entreprendre une stratégie d'acquisitions plus soutenue (post cessions des télécoms chez Vivendi).

Alors qu'UMG affiche déjà une taille critique sur le segment de la musique (opportunités de croissance externe limitées), nous estimons que le principal axe de développement du nouveau groupe devrait être Canal+ (sauf à imaginer la constitution d'un 3ème pilier médias). Ce qui avait été confirmé par M.Dubos, CEO de Vivendi, dans un entretien aux Echos le 17/12/12 « *octroyer à Canal+ plus de moyens pour devenir un acteur mondial* ».

La direction stratégique de Canal+ pourrait, selon nous, être double : **les contenus et la diffusion**. Elle pourrait être résumée ainsi: être international dans les contenus, local dans la diffusion mais aussi (et c'est probablement la clef de la réussite du futur groupe) vertical dans l'organisation.

- **Renforcer ses positions dans le domaine des contenus**, à travers l'acquisition de sociétés de production et/ou de distribution de droits.

Le groupe a notamment réalisé des acquisitions extrêmement judicieuses dans ce domaine ces dernières années, telles que Tandem Communications (production ; janvier 2012) ou encore Hoyts (distribution ; juillet 2012). L'objectif stratégique serait, selon nous, de renforcer les capacités de production et de distribution internationales de StudioCanal. La taille est un critère de plus en plus important, car elle permet d'assurer un volumes de production élevé (et donc de réduire les risques), mais aussi d'être en position de force pour négocier des accords de coproductions internationales. A une tout autre échelle et comme nous l'avons détaillé à plusieurs reprises nous n'excluons pas que Vivendi/Canal+ entreprenne à terme l'acquisition d'un studio américain.

Il est, par ailleurs, possible que le groupe cherche à se renforcer dans le domaine des contenus francophones, notamment en Afrique mais aussi au Canada dont l'industrie audiovisuelle est particulièrement dynamique et présente une porte d'entrée sur le marché nord-américain.

- **Renforcer ses positions dans le domaine de la diffusion**, à travers l'acquisition de distributeurs de TV payante et/ou éditeurs de chaînes payantes ou gratuites.

Le groupe pourrait, selon nous, chercher à dupliquer ses modèles français (Canal+) et polonais (NC+, détenu à 51% par le groupe) sur de nouvelles géographies. Il pourrait ainsi chercher à se renforcer sur certaines zones émergentes (Europe Centrale ou de l'Est voire Asie) mais aussi sur des zones francophones. Sur ce point le marché canadien de la diffusion nous semble aussi offrir des perspectives particulièrement attractives et un potentiel de développement important.

Enfin, il pourrait aussi être envisageable à Vivendi/Canal+ de se positionner sur un autre ensemble linguistique de taille et en forte croissance, **la lusophonie** (200 M de personnes en 2012 et 300 M en 2025). Pour mémoire, le groupe est actionnaire à 100% de l'opérateur de haut-débit et de TV payante brésilien GVT. Après avoir envisagé une cession de cet actif début 2013, le management a finalement pris la décision de le conserver. Il pourrait, selon nous, être la base d'un développement sur le marché des médias et contenus lusophones (production notamment mais aussi diffusion, soit au Brésil soit au Portugal). Comme nous l'avons détaillé, la clef se situe, selon nous, dans la capacité du groupe à appréhender un marché (ici un ensemble linguistique) avec une stratégie d'intégration verticale aboutie (contenus/diffusion payante et gratuite).

Pour les éditeurs, le passage obligé par l'éducation

Le fort taux d'illettrisme limite la diffusion littéraire

Rappelons une évidence : le déploiement des contenus littéraires en Afrique est freiné par le faible taux d'alphabétisation, en général bien inférieur aux marchés matures, et même aux « marchés émergents ». Viennent évidemment en tête les BRIC, tous avec un taux supérieur à 90% (à l'exception de l'Inde), mais c'est le cas également pour la Turquie (91%), la Colombie (93%) ou le Viet-Nam (93%). Alors que les pays africains ont généralement un taux inférieur à 75% (taux indien), voire inférieur à 50%. Le cas de l'Ethiopie (36% pour 85 M d'habitants) est symptomatique.

Tableau 1 : Taux d'alphabétisation des 25% pays les plus peuplés d'Afrique

Pays	Population 2011 (M)	Taux d'alphabétisation (%)
Etats-Unis	320	99
France	66	99
Chine	1 355	96
Zimbabwe	13	92
Afrique du Sud	52	88
Kenya	43	87
RD du Congo	74	81
Algérie	37	75
Malawi	16	74
Tanzanie	43	73
Ouganda	34	73
Nigeria	175	72
Madagascar	21	71
Zambie	13	71
Soudan	34	70

Pays	Population 2011 (M)	Taux d'alphabétisation (%)
Maroc	33	70
Angola	20	70
Cameroun	20	68
Ghana	26	67
Egypte	83	66
Mozambique	23	55
Côte d'Ivoire	21	55
Sénégal	13	50
Éthiopie	85	36
Tchad	12	34
Burkina Faso	17	29
Niger	16	29
Mali	16	26

Sources : ONU, UNICEF

Ainsi, les éditeurs littéraires français sont généralement peu présents en Afrique, hormis Gallimard et quelques indépendants : l'Harmattan (~10 M€ de CA 2012) ou Présence africaine (qui dérive de la revue éponyme). D'autant plus que la distribution au format papier n'est pas sans poser problème : manque d'infrastructures, vaste étendue géographique, et faible pouvoir d'achat. Cette dernière raison a poussé l'éditeur Gallimard (concurrent de Lagardère Publishing en France) à modifier ses contrats avec les auteurs début 2013, afin de proposer des prix plus bas en Afrique. : ainsi, si le livre est vendu en Afrique, l'éditeur et l'auteur s'engage à percevoir seulement la moitié de leurs droits. Mais, selon nous, cette présence reste très marginale au sein du groupe.

Ce constat reste vrai pour la plupart des grands éditeurs en littérature : Penguin Random House (53% Bertelsmann / 47% Pearson), Hachette (Lagardère), HarperCollins (NewsCorp), Simon & Schuster (CBS) ont une faible présence en Afrique, même anglophone : le taux d'alphabétisation et le circuit de distribution ne permettent pas de capter une forte croissance sur ces marchés à moyen-terme. Notons qu'Amazon, qui lance régulièrement des versions du Kindle (liseuse électronique) sur des nouveaux marchés émergents (Chine / Inde / Brésil l'an passé), n'évoque absolument aucun projet pour l'Afrique. Mais il est certain qu'à horizon 10 ou 15 ans, la question se posera, dès que la l'équipement numérique sera généralisé à grande échelle.

L'éducation comme catalyseur du développement de l'édition généraliste

En attendant, les éditeurs scolaires ont une carte à jouer, puisque le problème provient en partie de l'illettrisme. Lagardère Publishing (qui réalise 25% de son CA dans l'éducation) a une présence marginale au Maroc, mais c'est surtout Pearson Education, qui a pénétré ce marché : près de 5% du CA 2013e est réalisé en Afrique. Afrique du Sud, Ghana et Nigeria (soit les 3 plus grands pays anglophones du continent) sont les marchés qu'adresse Pearson, sur le segment de l'éducation (manuels scolaires, mais aussi opérateurs d'écoles privées).

Cette accélération de l'enseignement en Afrique est généralement soutenue par les gouvernements et les ONG étrangères, ou même des sociétés privées (Facebook) qui contribuent au financement et permettent d'accélérer la numérisation. Ainsi, au Burkina Faso (taux d'alphabétisation de 29% seulement, soit le 5^{ème} plus faible au monde), le gouvernement a annoncé, fin juin 2012, l'achat de tablettes électroniques à bas coût pour accélérer l'enseignement numérique. Ce genre d'initiatives, souvent locales, se multiplient sur le continent, ce qui permet de cristalliser une forte croissance.

Pearson en profite pour l'heure, mais ce marché a vocation à se développer rapidement au fur et à mesure que les populations seront équipées en tablettes éducatives « bas de gamme », donc accessibles, et finalement moins chères que les manuels scolaires.

L'enjeu de l'éducation numérique sur les marchés domestiques

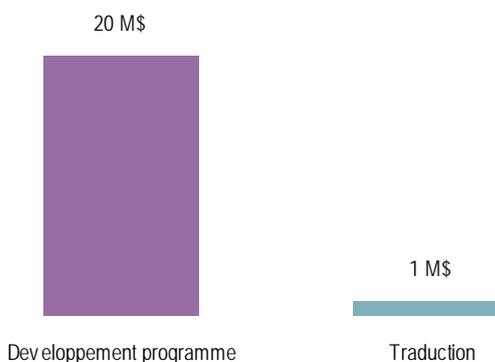
Ce développement concerne pour l'heure surtout l'Afrique anglophone, mais l'exemple du Burkina Faso illustre le potentiel en territoire francophone. Tout l'enjeu pour les éditeurs est alors de pouvoir, comme le font les acteurs de l'audiovisuel, distribuer leurs contenus à l'international au format numérique. Ce qui suppose déjà d'avoir un marché domestique numérisé !

Ce qui est vrai dans l'audiovisuel en France l'est beaucoup moins sur l'édition : moins de 2% du marché de l'édition est numérique en France (vs plus de 30% aux Etats-Unis). Et le souci est similaire sur l'éducation, l'enseignement francophone reste très faiblement numérique, alors que Pearson réalise 1/3 de son CA dans le numérique aux Etats-Unis

Tout l'enjeu pour Lagardère ces prochaines années sera donc d'accélérer sa migration numérique dans l'éducation et dans l'édition, afin d'être en mesure d'adresser les nouvelles opportunités de marchés qui s'ouvriront dans 10 ou 15 ans en Afrique francophone. Mais l'obstacle principal est le client final, à savoir les gouvernements successifs, qui ne semblent pas pressés d'engager cette migration numérique. Pour preuve, le Ministère de l'Education français a dépensé moins de 4,3 M€ en logiciels en 2012. Même en admettant que la majorité soit des logiciels éducatifs, ce montant est trop faible pour constituer un écosystème viable. A titre de comparaison, nous estimons que Pearson a réalisé 60 M\$ de CA aux Etats-Unis dans les logiciels éducatifs en 2012, et bien davantage dans l'éducation supérieure, alors que le Parlement français a récemment voté un texte en faveur du logiciel libre dans les universités. **Ainsi, le cadre réglementaire actuel limite la numérisation de l'éducation en France**, et hypothèque donc les chances des éditeurs de s'imposer à long-terme dans un marché francophone plus vaste.

Comme déjà décrit, le danger est que Pearson (ou un autre acteur) choisisse d'investir les marchés francophones, et bénéficie de son avance dans les logiciels, tout en contournant la barrière de la langue. En effet, le coût de développement d'un logiciel est, selon nous, 20x supérieur aux frais de traduction. Autrement dit, Pearson aura tout intérêt à amortir les coûts de développements sur le plus de clients possible, et à conserver son avance sur les acteurs « mono-pays ».

Graphique 6 : Développer un nouveau produit coûte 20x plus cher pour un des concurrents mono-pays de Pearson



Source : Natixis

Un enjeu de valorisation non négligeable pour Lagardère

Dans notre modèle actuel, la croissance de Lagardère Publishing (éditeur leader en France, qui pèse 63% de l'EBIT du groupe Lagardère) est d'environ +1% par an. En supposant que ce taux soit porté à +3%, et en prenant l'hypothèse (conservatrice) d'une marge inchangée par rapport à notre modèle actuel, notre nouvelle valorisation (par DCF) progresserait de 1,6 € par action pour le groupe Lagardère soit de 7%.

Ceci sans compter un effet collatéral bénéfique : le changement de perception du groupe, qui serait davantage perçu comme un groupe de croissance plutôt qu'une holding diversifiée et défensive comme c'est encore le cas actuellement.

4. Nutshells

Lagardère

19

Vivendi

27

11 septembre 2013



Source : Natixis

Autres médias

Lagardère SCA

LAGA.PA / MMB@FP

France
Neutre

Une opportunité majeure, mais encore trop d'incertitudes

Cours	10/09/2013	23,61 €
Objectif		21,40 €
Potentiel		-9,4%

Performance	1 m	12 m	01/01
Absolu	-1,8%	5,8%	-6,6%
Secteur	2,4%	26,3%	21,5%
EuroStoxx50	0,9%	12,8%	8,2%

Extrêmes 12 mois	29,21 € / 19,59 €
CAC 40	4116,6
EuroStoxx50	2851,4

Capitalisation boursière	3,1 Md€
Flottant	66,1%
Qatar Investment Authority	12,8%
Volume Jour	10 M€

Analyste(s)

Pavel Govciyan	(33 1) 58 55 56 02
pavel.govciyan@natixis.com	
Jérôme Bodin	(33 1) 58 55 06 26
jerome.bodin@natixis.com	

Equity Markets equity.natixis.com

Accès Bloomberg NXSE

Ce document est distribué aux Etats-Unis. Merci de lire attentivement l'avertissement en fin de document.

- L'explosion du bassin francophone en Afrique est une opportunité majeure pour Lagardère Publishing (63% de l'EBIT groupe), éditeur leader en France : tout point de croissance supplémentaire pour Lagardère Publishing rajoute 0,8 € par action à notre valorisation de Lagardère. Mais les obstacles sont plus nombreux que pour les contenus audiovisuels, et la conversion des contenus au numérique reste encore limitée dans l'édition en France (33% du CA de la division).
- **La barrière de l'illettrisme incite à attaquer le marché par l'éducation.** Le fort taux d'illettrisme des pays africains limite l'expansion rapide des contenus littéraires (2/3 de l'EBIT de Lagardère Publishing), et invite davantage à investir les contenus éducatifs (1/3 de l'EBIT de Lagardère Publishing), comme le fait déjà Hachette au Maroc. Un déploiement en deux étapes implique une croissance moindre les premières années (mais plus durable dans le temps), d'où la probable réticence à investir un marché encore embryonnaire.
- **Les contraintes géographiques limitent l'expansion du papier.** Ce problème est déjà ancien, et explique aussi pourquoi le marché africain francophone n'a pas (ou peu) été investi par les éditeurs français. L'exigence d'une rupture technologique, à savoir la numérisation, s'impose donc, avec, de surcroît, l'éclosion d'une classe moyenne, qui sera capable d'acquérir les liseuses électroniques (tablettes ?) ainsi que les contenus. Le marché de l'éducation apparaît donc plus porteur d'autant que les ONG et les gouvernements peuvent financer l'acquisition de tablettes à bas coût pour contourner l'attente de l'éclosion d'une classe moyenne.
- **L'éducation numérique est donc la clef du marché francophone ... mais elle est quasiment inexistante en France !** Voilà toute la difficulté pour Lagardère : contraint par le cadre réglementaire français (l'Etat garde la main sur le contenu des manuels scolaires), le développement des logiciels éducatifs n'est pas amorcé. De plus, l'enseignement supérieur, lui aussi peu numérisé, privilégie le logiciel libre. Dans ce marché quasi-inexistant, l'offre numérique d'Hachette Education reste pauvre, avec le risque de voir d'autres acteurs (Pearson ? Bertelsmann ? NewsCorp ?) répliquer leur offre numérique anglophone dans les zones francophones, et en capter toute la croissance au détriment de Lagardère.

Clôture au 31/12	Chiffre d'affaires (M€)	RNpg publié (M€)	BPA corrigé (€)	Var. BPA (%)	PE (x)	VE/REX (x)	P/CF (x)	Rdt Net (%)
2012*	7 296	-22	1,83	-25,8	13,8	5,3	5,5	6,1
2013e	7 509	162	2,07	13,1	11,2	14,8	8,3	5,6
2014e	7 516	198	2,24	7,9	10,4	12,9	ns	5,6
2015e	7 626	250	2,50	11,9	9,3	11,5	1,3	5,6

Natixis Nutshell Lagardère SCA Neutre

Cours	10/09/2013	23,61 €	Objectif de cours	21,40 €
Capitalisation		3,1 Md€	PE 2013	18,4x
Dette nette 2013		689 M€	VE/EBIT 2013	10,9x
Chiffre d'affaires 2013		7 509 M€	TMVA BPA 2012/2015	8,9%

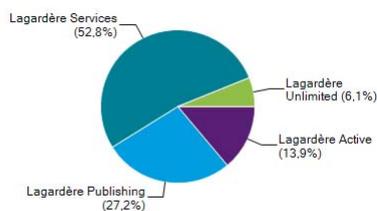
Profil

- **Métier(s) de la société** : Lagardère s'est recentré sur les médias avec 4 business : Active (presse magazine : 14% CA 12), Unlimited (Sport et Entertainment : 6% CA 12), Publishing (ex-Hachette Livre, n°1 de l'édition en France : 28% CA 12) et Services (Distribution de presse et commerces en gares et aéroports : 52% CA 12). Le groupe détient également 7,5% d'EADS, 20% de Canal+ France, 25% du Groupe Amaury (groupe de presse) et 42% de Marie Claire (presse féminine).
- **Marché(s) principal(aux) et état de consolidation** : présence internationale sur le marché du livre, de la publicité, des droits sportifs et du commerce dans des zones de fort trafics gares, métro/RER, aéroports, autoroutes, hôtels...) avec Relay.
- **Positionnement concurrentiel** : leader de l'édition en Europe et aux USA, n°1 mondial de la distribution de presse nationale.
- **Axe stratégique** : développement sur des marchés résilients et mondiaux, transition vers le numérique.

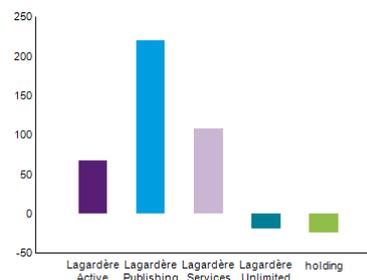
5 forces de Porter

Fournisseurs	Barrières à l'entrée	Clients
<ul style="list-style-type: none"> - Forte consommation de papier (263 K de tonnes en 2011), donc soumis au aléas du prix du papier : une hausse de 10% en année pleine pénalise de 15 à 20 M€ l'EBIT du groupe. 	<ul style="list-style-type: none"> - Lagardère dispose de marques fortes aux dimensions internationales et à fort potentiel de croissance qui permettent de limiter le risque lié à un nouvel entrant (notamment PdM forte dans l'édition, atout pour le passage au numérique). 	<ul style="list-style-type: none"> - Active : 2 types de clients – 1/ les annonceurs via les publicités présentes sur les médias du groupe et 2/ les abonnés aux magazines. - Unlimited : gestion des droits de sportifs ou de structures sportives + télévision (achat de droits). - Publishing et Services: activités majoritairement B2C, sur des produits de consommation courante.
	<p>Intensité de la concurrence</p> <ul style="list-style-type: none"> - Faible intensité concurrentielle dans les magazines en France. - Exclusivités / concessions dans le domaine des services. 	
	<p>Produits/Services de substitution</p> <ul style="list-style-type: none"> - Risque de piratage sur les livres numériques. 	

Chiffre d'affaires 13e



Résultat d'exploitation corrigé 13e (M€)



Investment case

Thèse

- **Croissance**: Poursuite des investissements et croissance dans la branche Lagardère Services.
- **Restructuration** : Lagardère Active avec la vente des activités déficitaires (Virgin Radio) et les plans d'économies de coûts qui pourraient permettre à l'activité et à sa marge opérationnelle de rebondir fortement. Vente d'actifs de distribution dans le livre.
- **Valorisation**: le titre reste sous-valorisé.
- **Absence de momentum** : Absence de triggers opérationnels et incertitude sur la cession de Canal+ France.

Triggers

- Cession (via une IPO ou à Vivendi) des 20% dans Canal+ France.

Risques sur notre scénario

- Effondrement du marché de l'édition, à l'image du marché de la musique.
- Mauvaise conjoncture publicitaire.

Guidance

- 29/08/2013 : Résultat opérationnel en hausse de 0 à 5%, avec une hypothèse de décroissance publicitaire de -7% chez Active.

Consensus (FactSet) et Momentum

En M€	2013	Natixis vs consensus	2014	Natixis vs consensus	2015	Natixis vs consensus
CA	7 421	1,2%	7 493	1,9%	7 570	2,4%
EBIT	352	-1,0%	383	2,8%	415	5,5%
BPA (€)	1,57	-18,3%	1,84	9,8%	2,04	16,0%

Chgt sur 3 mois estim. de BPA du consensus		Modification des objectifs de cours sur les 3 derniers mois	Objectif de cours (€)	
2013	2014		Consensus	Natixis
27,9%	45,1%	14,4%	24,00	21,40

Autres supports d'investissement cotés

- Aucun

Actionnariat

	Actions	Votes
Qatar Investment Authority	12,8%	10,1%
Lagardère C & M	9,6%	15,1%
Crédit Agricole	7,1%	7,1%
Autocontrôle	2,9%	2,9%
Salariés	1,5%	1,5%
Flottant	66,1%	63,4%

Questions au management

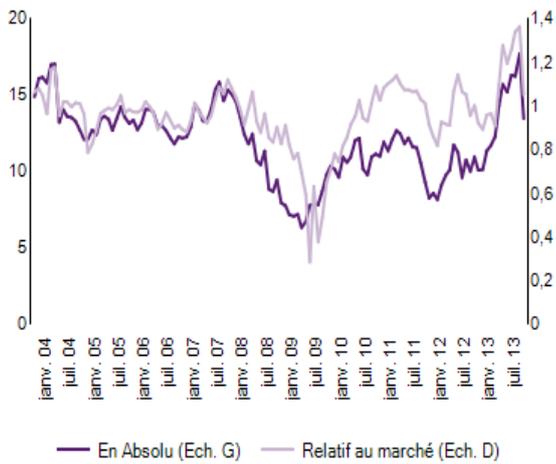
- Projets de cession des participations ?
- Acquisitions ? Notamment dans le domaine du sport.
- Politique d'utilisation du cash (dividende, acquisitions etc...) ?
- Potentiel d'économies de coûts additionnelles.

Principales sensibilités

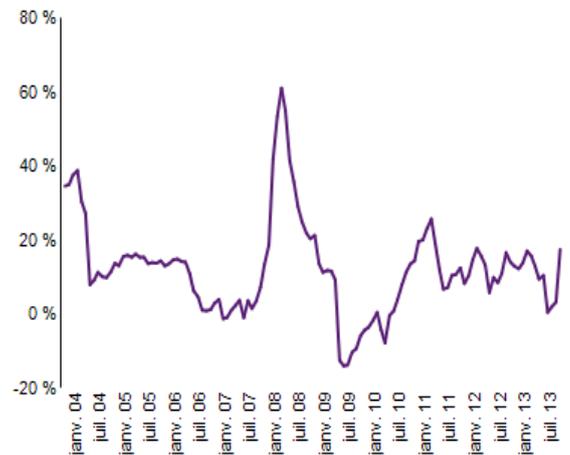
- \$ (baisse de 10 cents = - 7 M€ sur l'EBITA) et £ (baisse de 10 cents = - 5 M€ sur l'EBITA)
- Prix du papier : une hausse de 10% en année pleine pénalise de 30 à 40 M€ l'EBIT groupe.

Valorisation historique, 12 mois glissants

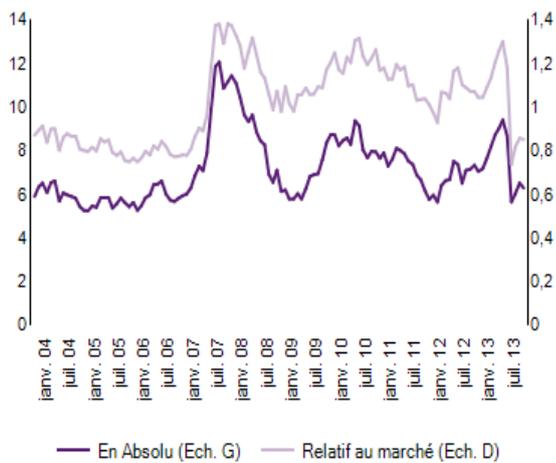
PE absolu et relatif (x)



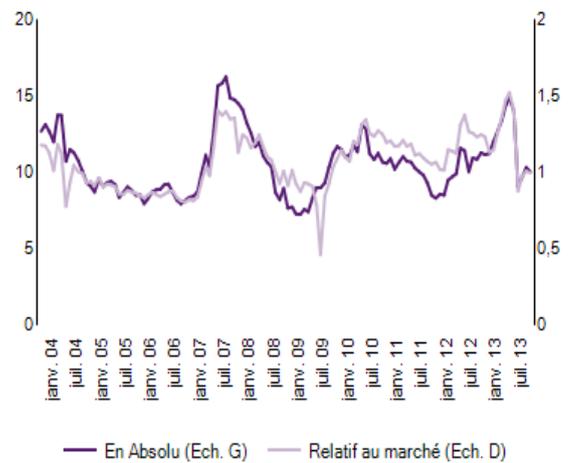
Variation des attentes de BPA 12 mois (%)



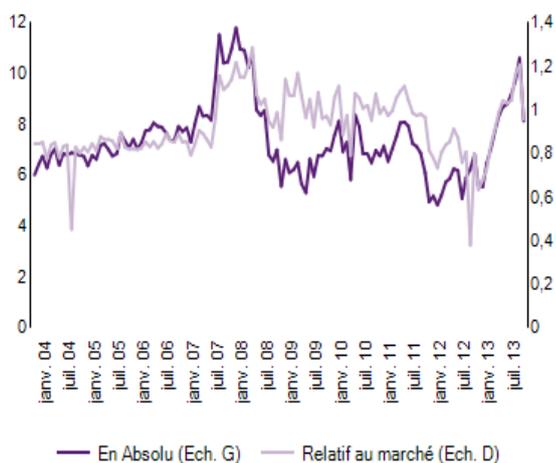
VE/EBITDA absolu et relatif (x)



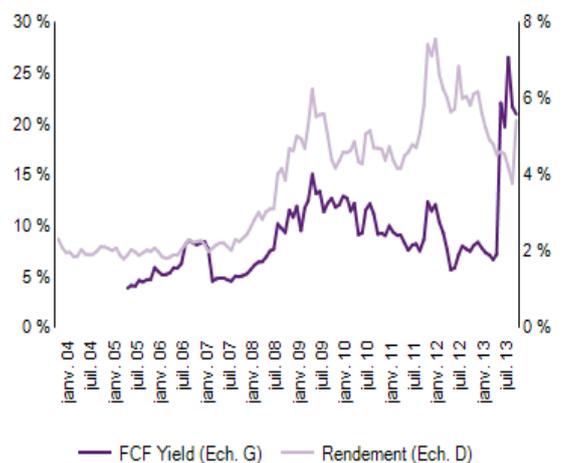
VE/EBIT absolu et relatif (x)



P/CF absolu et relatif (x)



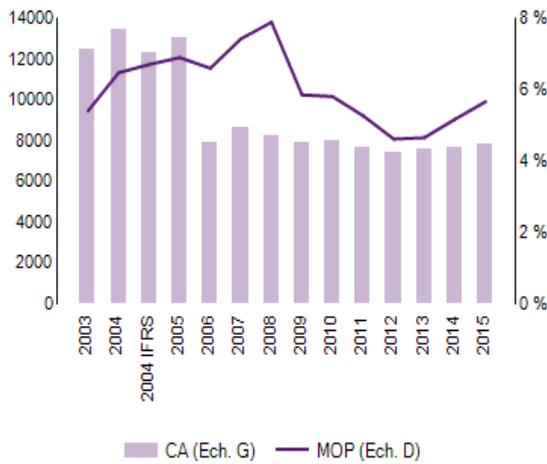
FCF Yield (%) et Rendement net (%)



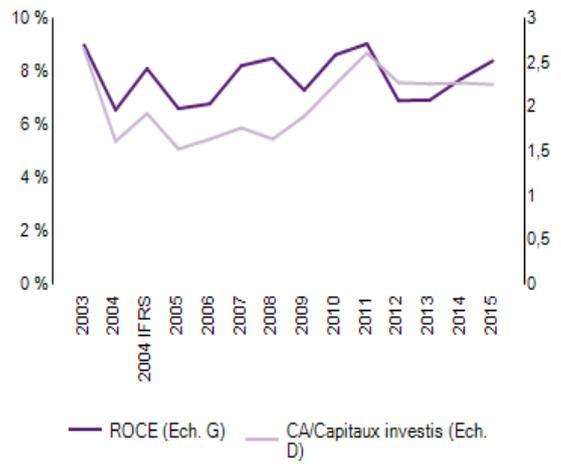
Source : FactSet

Ratios financiers

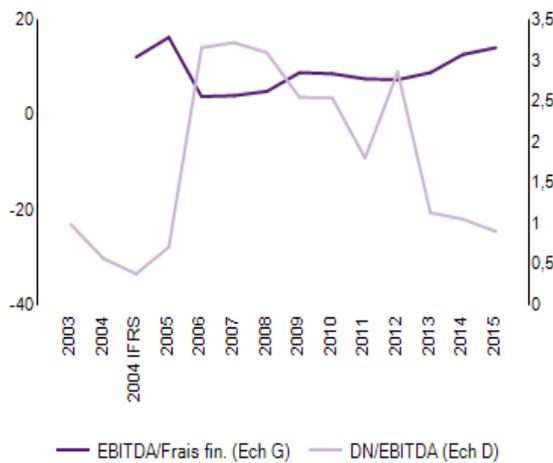
CA (M€) et MOP (%)



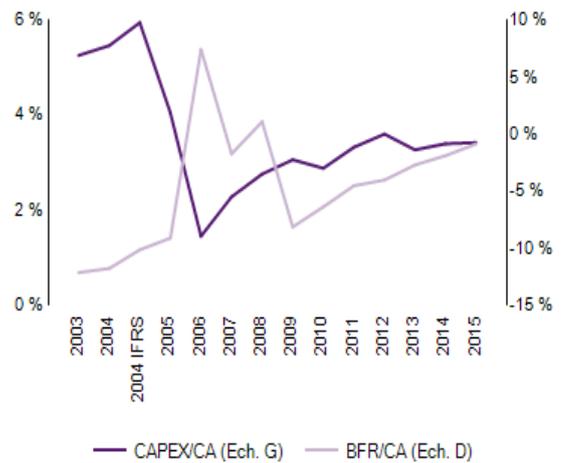
ROCE (%) et CA/Capitaux Investis (x)



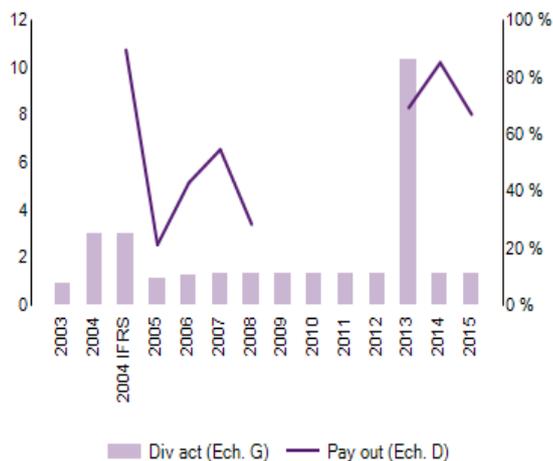
EBITDA/Frais Financiers (x) et DN/EBITDA (x)



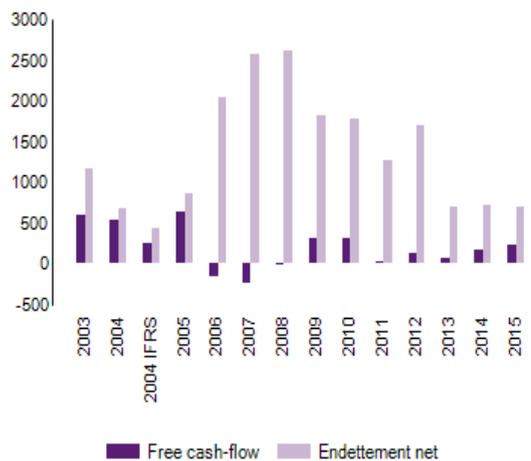
Capex/CA (%) et BFR/CA (%)



Dividende par action (€) et taux de distribution (%)



Free cash-flow et endettement net (M€)



Eléments financiers 31/12

Lagardère SCA

Décomposition par activité (M€)	2011	2012	2013e	2014e	2015e	TMVA 12/15
Chiffre d'affaires	7 657	7 370	7 509	7 635	7 748	1,7%
Lagardère Active	1 441	1 014	1 045	1 046	1 043	1,0%
Lagardère Publishing	2 038	2 077	2 042	2 062	2 083	0,1%
Lagardère Services	3 724	3 809	3 961	4 080	4 162	3,0%
Lagardère Unlimited	454	470	461	447	460	-0,7%
Résultat d'exploitation corrigé	402	339	348	394	438	8,9%
Lagardère Active	95	64	67	78	85	9,9%
Lagardère Publishing	221	223	219	229	243	2,9%
Lagardère Services	105	104	107	122	125	6,3%
Lagardère Unlimited	-6	-33	-20	-10	10	
holding	-12	-19	-25	-25	-25	-9,6%
Marge d'exploitation corrigée	5,3%	4,6%	4,6%	5,2%	5,6%	
Lagardère Active	6,6%	6,3%	6,4%	7,4%	8,1%	
Lagardère Publishing	10,8%	10,7%	10,7%	11,1%	11,7%	
Lagardère Services	2,8%	2,7%	2,7%	3,0%	3,0%	
Lagardère Unlimited	-1,3%	-7,0%	-4,3%	-2,2%	2,2%	
Compte de résultat (M€)	2011	2012	2013e	2014e	2015e	TMVA 12/15
Chiffre d'affaires	7 657	7 370	7 509	7 635	7 748	1,7%
<i>Variation</i>	<i>-3,9%</i>	<i>-3,7%</i>	<i>1,9%</i>	<i>1,7%</i>	<i>1,5%</i>	
Croissance organique	1,1%	-0,3%	0,4%	1,9%	1,8%	
Excédent brut d'exploitation	707	596	613	692	770	8,9%
<i>Variation</i>	<i>1,1%</i>	<i>-15,7%</i>	<i>2,8%</i>	<i>13,0%</i>	<i>11,2%</i>	
Résultat d'exploitation publié	-489	228	2 152	370	423	22,8%
<i>Variation</i>	<i>ns</i>	<i>ns</i>	<i>844,1%</i>	<i>-82,8%</i>	<i>14,3%</i>	
Résultat d'exploitation corrigé	402	339	348	394	438	8,9%
<i>Variation</i>	<i>-12,8%</i>	<i>-15,7%</i>	<i>2,8%</i>	<i>13,0%</i>	<i>11,2%</i>	
Marge d'exploitation	5,3%	4,6%	4,6%	5,2%	5,6%	
Résultat financier net	-95	-82	-70	-55	-55	
Résultat courant avant impôt	-584	146	2 082	315	368	36,0%
Résultat exceptionnel	-1 003	-216	1 786	-42	-33	
Impôt sur les sociétés	-105	-40	-170	-100	-100	
Amt. / dep. survaleurs	0	0	0	0	0	
Résultat des SME	112	105	18	18	18	
Intérêts minoritaires	-18	-17	-17	-20	-20	
Résultat net des activités cédées	-	-	-	-	-	
Résultat net part du groupe	-1 598	-22	3 699	171	233	ns
<i>Variation</i>	<i>ns</i>	<i>98,6%</i>	<i>ns</i>	<i>-95,4%</i>	<i>36,3%</i>	
RNPG corrigé	217	233	163	257	301	8,9%
<i>Variation</i>	<i>-42,5%</i>	<i>7,3%</i>	<i>-29,9%</i>	<i>57,1%</i>	<i>17,1%</i>	
Tableau de financement (M€)	2011	2012	2013e	2014e	2015e	TMVA 12/15
MBA	432	405	407	475	568	12,0%
Investissements nets	-253	-264	-244	-258	-264	0,0%
Diminution (Augmentation) du BFR	-170	-21	-94	-59	-78	
Cash-flow disponible	9	120	69	159	226	23,5%
Investissements financiers	-99	-384	0	0	0	
Distribution	-195	-192	-1 343	-192	-192	0,0%
Augmentation de capital	-3	4	0	0	0	
Produits de cessions	840	85	2 285	0	0	
Divers	-49	-64	0	0	0	
Augmentation (Diminution) de la trésorerie	503	-431	1 011	-33	34	
Endettement net	1 269	1 700	689	722	688	
Gearing	42,0%	56,8%	18,9%	19,8%	18,3%	

Bilan simplifié (M€)	2011	2012	2013e	2014e	2015e	TMVA 12/15
Immobilisations nettes	3 295	3 554	3 540	3 524	3 520	2,5%
dont survaleur nette	1 837	1 799	1 799	1 799	1 799	
dont survaleur brute	0	0	0	0	0	
Immobilisations financières	1 918	1 583	1 583	1 583	1 583	
BFR	-353	-303	-209	-150	-72	
Actif net des activités cédées	13	437	0	0	0	ns
Fonds propres ensemble	3 024	2 991	3 645	3 655	3 764	8,6%
dont part du groupe	2 874	2 827	3 481	3 491	3 600	
Provisions	580	580	580	580	580	
Endettement net	1 269	1 700	689	722	688	

Données par action (€)	2011	2012	2013e	2014e	2015e	TMVA 12/15
Nombre de titres à la cote (millions)	131,5	131,1	131,1	131,1	131,1	0,0%
Nombre de titres dilué (millions)	127,1	127,1	127,1	127,1	127,1	0,0%
BPA publié	-5,56	0,70	14,90	1,53	1,95	40,7%
BPA corrigé	1,71	1,83	1,29	2,02	2,36	8,9%
Survaleur	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	ns
Cash-flow	3,40	3,18	3,20	3,74	4,47	20,0%
Dividende net	1,30	1,30	10,30	1,30	1,30	0,0%
Taux de distribution	-23,4%	185,8%	69,1%	84,9%	66,8%	
Fonds propres	22,61	22,24	27,39	27,46	28,32	7,8%

Ratios financiers	2011	2012	2013e	2014e	2015e	TMVA 12/15
Frais de personnel (M€)	-1 560	-1 517	-1 524	-1 544	-1 550	-0,7%
Frais de personnel (% du CA)	-20,4%	-20,6%	-20,3%	-20,2%	-20,0%	
Rex (% du CA)	-6,4%	3,1%	28,7%	4,8%	5,5%	
Rex corrigé (% du CA)	5,3%	4,6%	4,6%	5,2%	5,6%	
Taux d'imposition apparent	6,6%	57,1%	-4,4%	-36,7%	-29,9%	
Marge nette	-22,1%	-1,5%	49,3%	2,3%	3,0%	
Rentabilité des fonds propres	-55,6%	-0,8%	ns	4,9%	6,5%	
Rentabilité capitaux investis	9,0%	6,9%	6,9%	7,7%	8,4%	
Capitaux investis (M€)	2 942	3 251	3 331	3 374	3 448	6,9%
Couverture des frais financiers (x)	4,2	4,1	5,0	7,2	8,0	
Endettement net/EBE (x)	1,8	2,9	1,1	1,0	0,9	
Gearing	42,0%	56,8%	18,9%	19,8%	18,3%	
BFR (% du CA)	-4,6%	-4,1%	-2,8%	-2,0%	-0,9%	
Survaleur (% des fonds propres)	60,7%	60,1%	49,3%	49,2%	47,8%	
Investissements nets (% du CA)	-3,3%	-3,6%	-3,2%	-3,4%	-3,4%	

Ratios boursiers	2011*	2012*	2013e	2014e	2015e
VE/CA (x)	0,2	0,3	0,5	0,5	0,5
VE/EBE (x)	2,3	3,1	6,2	5,5	4,9
VE/Rex corrigé (x)	3,7	5,2	10,9	9,7	8,6
Cours/Fonds propres (x)	0,6	0,9	0,9	0,9	0,8
Cours/Cash-flow (x)	4,4	5,5	7,4	6,3	5,3
PE corrigé	10,9	13,7	18,4	11,7	10,0
PE publié	8,9	11,6	1,6	15,4	12,1
Rdt Net	7,0%	6,2%	43,6%	5,5%	5,5%
Free cash flow yield (%)	8,0%	9,2%	2,2%	5,1%	7,3%

* ratios boursiers constatés au 11/09 de l'année historique sur la base des estimations à cette date.

Le(s) responsable(s) de l'analyse, un directeur ou un membre du conseil de surveillance de Natixis et/ou de ses filiales est un dirigeant, directeur ou membre du conseil de surveillance ou du conseil d'administration de la société.

Historique des changements de recommandations sur Lagardère SCA sur les 12 derniers mois

Date	Recommandation	Précédente	Cours
02/05/2013	Neutre	Acheter	28,22 €

11 septembre 2013

France
Acheter

Source : Natixis

Autres médias

Vivendi

VIV.PA / VIV@FP

Le mieux positionné pour capter cette croissance ?

Cours	10/09/2013	16,89 €
Objectif		22,20 €
Potentiel		31,4%

Performance	1 m	12 m	01/01
Absolu	3,9%	7,9%	-0,4%
Secteur	2,4%	26,3%	21,5%
EuroStoxx50	0,9%	12,8%	8,2%

Extrêmes 12 mois	17,44 € / 14,13 €
CAC 40	4116,6
EuroStoxx50	2851,4

Capitalisation boursière	22,6 Md€
Flottant	77,4%
Vincent Bolloré	5,0%
Volume Jour	86 M€

Analyste(s)

Jérôme Bodin	(33 1) 58 55 06 26
jerome.bodin@natixis.com	
Pavel Govciyan	(33 1) 58 55 56 02
pavel.govciyan@natixis.com	

Equity Markets equity.natixis.com

Accès Bloomberg NXSE

Ce document est distribué aux Etats-Unis. Merci de lire attentivement l'avertissement en fin de document.

- Vivendi est, selon nous, le groupe le mieux positionné pour tirer profit de ces perspectives de marché dans le domaine des contenus francophones. Celles-ci combinées à un renforcement aux Etats-Unis (via l'acquisition d'un studio US par exemple) permettraient au groupe de s'affirmer comme un acteur de premier plan dans le domaine des contenus. La coordination avec les pouvoirs publics et une évolution de la réglementation devraient s'avérer clefs.
- **Une stratégie de recentrage sur les médias et les contenus.** Vivendi a engagé ces derniers mois une stratégie de recentrage sur ses activités de médias. Il a ainsi annoncé la cession de ses participations dans Activision Blizzard (il conserve 12% du capital) et Maroc Telecom. Il est probable qu'il cède ensuite SFR (2014) puis à plus long terme GVT. Le groupe serait alors totalement recentrer sur ses activités de contenus, à savoir Groupe Canal+ (audiovisuel) et UMG (musique).
- **Groupe Canal+, centre de gravité du futur groupe.** Si la stratégie du groupe dans le domaine des médias reste pour le moment relativement floue, nous estimons que Groupe Canal+ a vocation à devenir l'actif central du nouveau groupe. Alors que le groupe a développé des positions importantes dans le domaine de la diffusion (France, Pologne, Afrique et Vietnam), nous estimons probable que les investissements futurs se concentreront sur les contenus (production et droits), afin de construire un groupe intégré et de s'imposer progressivement (via du M&A notamment) comme l'un des principaux acteurs à l'échelle européenne voire mondiale. Le développement du marché des contenus francophones permettra d'assurer au groupe des perspectives solides et durables. La modélisation de ce potentiel de marché nous conduirait à une estimation de création de valeur de 2,3 Md€, soit 10% de la capitalisation de Vivendi (avant probable retour à l'actionnaire).
- **Une évolution toutefois nécessaire de la réglementation.** La réglementation limite pour le moment fortement les initiatives de Groupe Canal+ dans le domaine des contenus. Une évolution de celle-ci constituerait un catalyseur très important et permettrait au groupe de déployer une stratégie de croissance internationale plus efficace. L'enjeu devrait être la coordination avec les pouvoirs publics, soucieux d'une stratégie industrielle dans le domaine des contenus culturels.

Clôture au 31/12	Chiffre d'affaires (M€)	RNpg publié (M€)	BPA corrigé (€)	Var. BPA (%)	PE (x)	VE/REX (x)	P/CF (x)	Rdt Net (%)
2012*	28 994	476	2,20	-7,8	7,7	8,5	3,9	6,4
2013e	27 989	1 928	1,74	-21,0	9,7	9,6	4,0	5,3
2014e	28 590	2 008	1,72	-1,3	9,8	9,4	3,8	5,3
2015e	28 853	2 751	1,79	4,0	9,4	8,9	3,4	5,3

Natixis Nutshell Vivendi Acheter

Cours	10/09/2013	16,89 €	Objectif de cours	22,20 €
Capitalisation		22,6 Md€	PE 2013	9,7x
Dette nette 2013		12 575 M€	VE/EBIT 2013	9,6x
Chiffre d'affaires 2013		27 989 M€	TMVA BPA 2012/2015	-6,7%

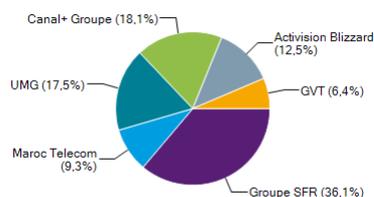
Profil

- **Métier(s) de la société** : 4 pôles majeurs : Télécoms (SFR, Maroc Telecom et GVT : 54% du CA 12), PayTV (Groupe Canal+ : 17%), musique (UMG : 15%) et jeux (Activision Blizzard : 13%). Deux actifs en cours de cession : AB et MT.
- **Marché(s) principal (aux) et état de consolidation** : faible perspective de consolidation dans la plupart des marchés de Vivendi (musique, PayTV en France et en Pologne, Télécoms en France, Maroc et Brésil), le groupe ayant déjà fortement renforcé ses positions.
- **Positionnement concurrentiel** : soit leader soit n°2 sur tous ses métiers.
- **Axe stratégique** : privilégier les métiers d'abonnement, croissance dans les pays émergents (cf GVT au Brésil et acquisitions faites par Maroc Telecom en Afrique).

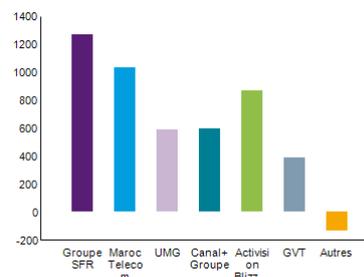
5 forces de Porter

Fournisseurs	Barrières à l'entrée	Clients
<ul style="list-style-type: none"> - Certains fournisseurs de contenus (Google) ont des velléités dans les Télécoms. - Les fournisseurs d'infrastructures (NSN, Alcatel, Huawei, etc) ne sont pas en situation de force dans les Télécoms. - Dans la PayTV, les fournisseurs de contenus (films, sports, etc) ont un fort pouvoir de négociations et peuvent imposer leurs prix. - Dans la musique et les jeux, le pouvoir de négociation des fournisseurs (artistes, créateurs, etc) nous paraît limité. 	<ul style="list-style-type: none"> - Télécoms & PayTV : fortes barrières, secteur très régulé (attribution de licences, de fréquences). - Jeux & musique : les barrières tendent à s'effriter, notamment avec la croissance d'acteurs Internet. <p>Intensité de la concurrence</p> <ul style="list-style-type: none"> - Télécoms : en 2013, montée en puissance de Free en tant que 4ème opérateur. - PayTV : marché de plus en plus concurrentiel (TNT, TV connectée). - Musique : leader sur le marché de la musique enregistrée et de l'édition musicale. - Jeux : poids important des nouveaux acteurs Internet (Zynga, ...). <p>Produits/Services de substitution</p> <ul style="list-style-type: none"> - La voix sur IP (Skype, etc) est le principal produit de substitution dans les Télécoms. - Offre VOD pour le cinéma, mais l'offre est peu développée en France. 	<ul style="list-style-type: none"> - Les clients du groupe sont essentiellement des particuliers, leur pouvoir de négociation est assez réduit, sauf en cas de hausse de la concurrence (cf arrivée d'Al Jazeera sur le marché de la PayTV France ou Free dans les télécoms) - Les régulateurs sont les meilleurs garants de la défense des clients finaux (particuliers et entreprises) et à ce titre représentent l'une des principales menaces des opérateurs historiques. - La clientèle, des entreprises et des administrations, exerce une pression régulière sur les prix qui perdure.

Chiffre d'affaires 13e



Résultat d'exploitation corrigé 13e (M€)



Source : Natixis

Investment case

Thèse

- Perspective de recomposition du périmètre d'actifs (cessions d'actifs, scission voire démantèlement). Deux processus de cession en cours.
- Forte décote sur la valeur cumulée des actifs Vivendi (35%) qui pourrait ouvrir la porte à des investisseurs attirés par la possibilité d'une reconfiguration du périmètre du groupe.
- Valorisation attractive (PE relatif historique vs Stoxx de 0,8x contre 0,7x sur les 6 derniers mois).

Triggers

- Poursuite de la recomposition du périmètre avec la cession de SFR (2014?).
- Développement de l'offre de PayTV chez GVT au Brésil.

Risques sur notre scénario

- Stratégie commerciale très agressive de Free Mobile depuis 2012.
- Succès des chaînes BeIn Sport (Al Jazeera), auquel nous ne croyons que peu.

Guidance

- 09/2013: SFR (EBITDA: 2,8 Md\$/Capex:1,6 Md\$), GVT (CA:+15%, marge d'EBITDA de 40%) et Canal+ (EBITA: + de 650 M€).

Consensus (FactSet) et Momentum

En M€	2013	Natixis vs consensus	2014	Natixis vs consensus	2015	Natixis vs consensus
CA	28 483	-1,7%	28 556	0,1%	29 061	-0,7%
EBIT	4 723	-2,3%	4 893	-5,2%	4 678	2,5%
BPA (€)	1,68	3,7%	1,71	0,6%	1,69	5,8%
Chgt sur 3 mois estim. de BPA du consensus		Modification des objectifs de cours sur les 3 derniers mois		Objectif de cours (€)		
	2013	2014		Consensus	Natixis	
	-0,6%	-7,4%	5,7%	18,50	22,20	

Autres supports d'investissement cotés

- Maroc Telecom et Activision Blizzard (mais devraient être vendus d'ici fin 2013).

Enjeux ESG

☺G: Bolloré actionnaire de LT (target 5%). Actionariat salarié = 2,55% (5ème actionnaire). Respect du ppe "1 action = 1 vote".

☺G: Structure bicéphale. Cons. de surveillance: 12 membres (4 femmes, 8 indépendants). Dirigeants mandataires sociaux: 5% rém. variable liée à RSE (diversité culturelle, partage des connaissances, protection de la jeunesse) + distrib. différée de 1/2 des actions de performance.

☹G: Aspect anticoncurrentiel dossiers: Canal+/TPS, UMG/EMI.

☹G: Holding financière, politique RSE = lignes directrices. Evaluation difficile de la performance extra-financière.

☺G: Programme de vigilance sur l'éthique des affaires, mais pas de système de reporting anonyme.

☺S: Gestion décentralisée des RH. Bon accord GPEC. Recours à alternance + insertion professionnelle. Dvpt. du management via le réseau social "mySFR".

☺S: A suivre les plans sociaux : SFR (~ 1 000 départs, sur 9 500 fin 2011) + Maroc Telecom (~ 1 500 départs, sur 11 050 fin 2011).

☺S: Promotion diversité ds contenu (60% disques réalisés avec artistes locaux). Prog. "safer Internet" (contenus préjudiciables).

☺E: Peu d'impact. SFR: Site d'information + prog. d'intégration paysagère des antennes-relais. Participe au consortium Ecomouv (collecte de l'écotaxe poids lourds). Participe au prog. marocain "PACTE" (généralisation de l'accès aux télécom.), dont 15% des stations de base sont alimentées au solaire. Numergy, 1er service de cloud 100% français (financé à 47% par SFR).

☺S: Intégration de critères ESG dans la relation fournisseurs.

Questions au management

- Quelle prochaine cession, post AB et MT
- Quelle tendance pour SFR en 2014 ?

Principales sensibilités

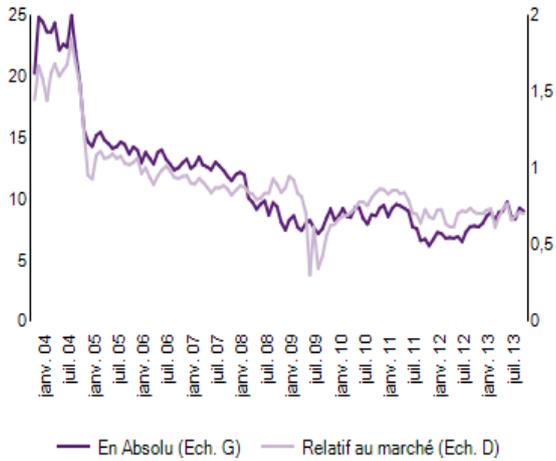
- 1% sur € vs autres devises = - 1 M€ sur RN
- +1% taux CT = -29 M€ sur résultat financier

Actionariat

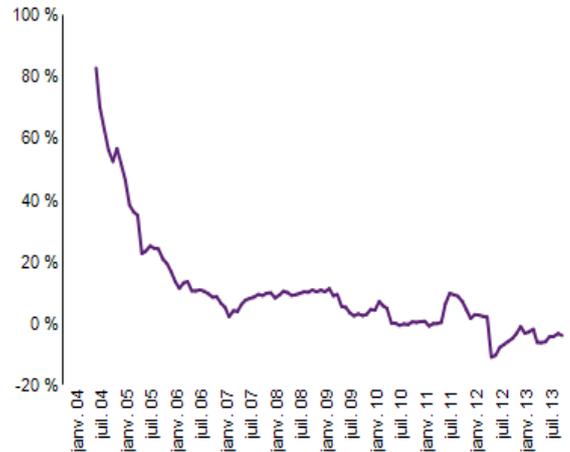
	Actions	Votes
Vincent Bolloré	5,0%	5,0%
BlackRock	4,9%	4,9%
Natixis	4,5%	4,5%
Amundi	4,5%	4,5%
Caisse des Depots	3,7%	3,7%
Flottant	77,4%	77,4%

Valorisation historique, 12 mois glissants

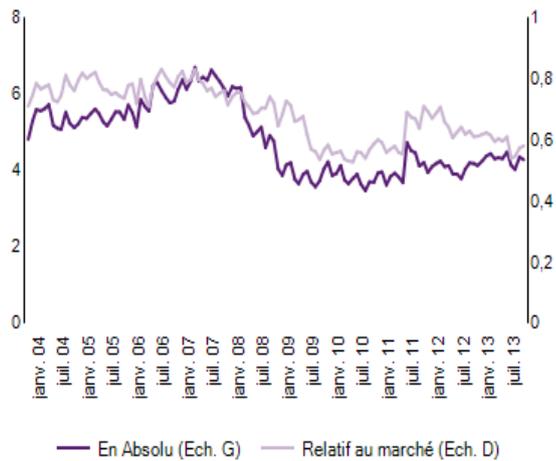
PE absolu et relatif (x)



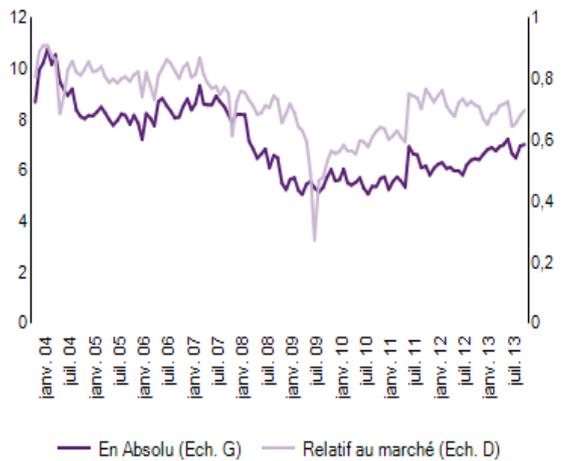
Variation des attentes de BPA 12 mois (%)



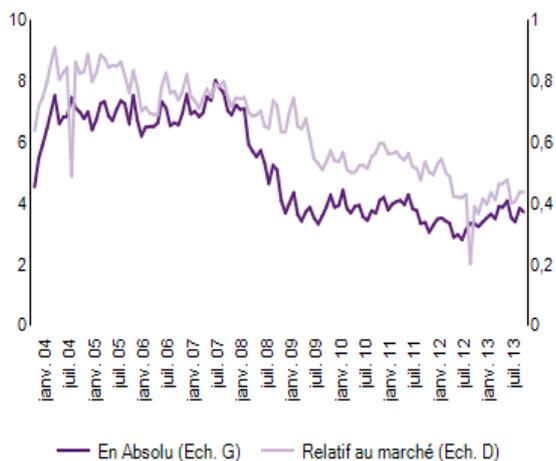
VE/EBITDA absolu et relatif (x)



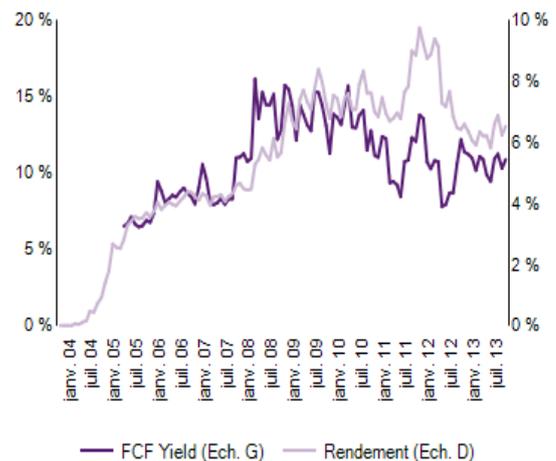
VE/EBIT absolu et relatif (x)



P/CF absolu et relatif (x)



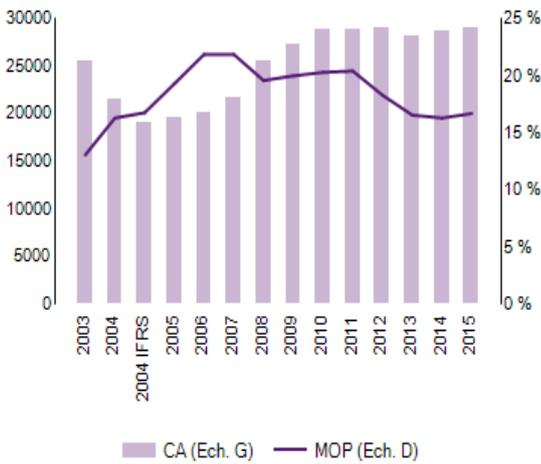
FCF Yield (%) et Rendement net (%)



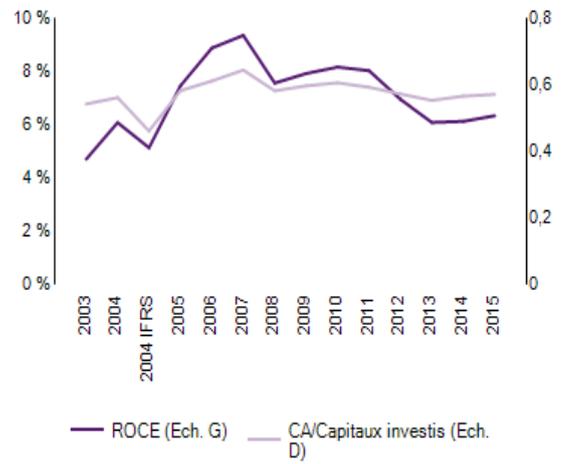
Source : FactSet

Ratios financiers

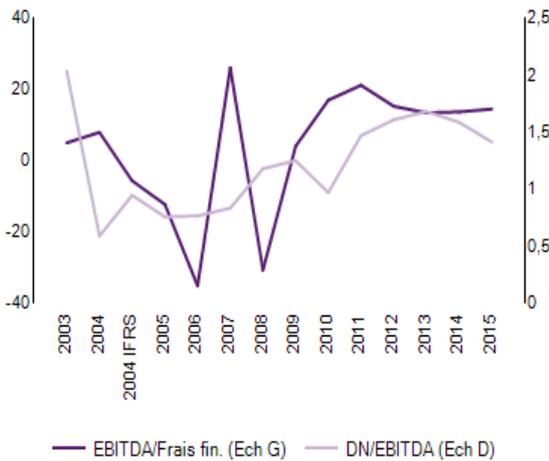
CA (M€) et MOP (%)



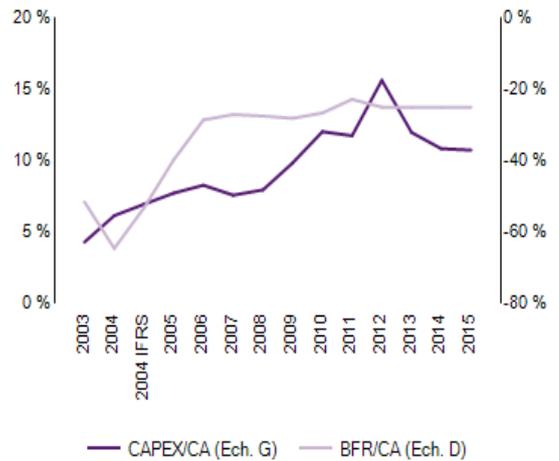
ROCE (%) et CA/Capitaux Investis (x)



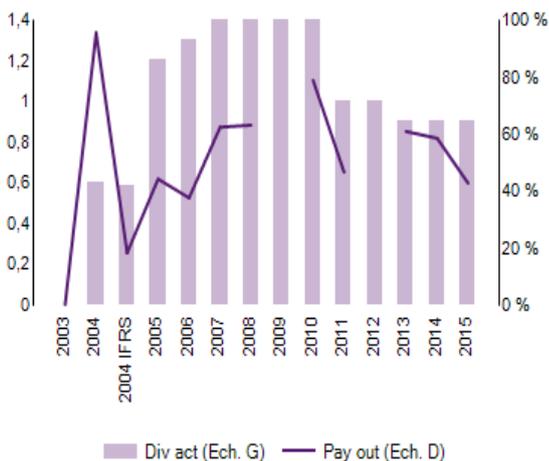
EBITDA/Frais Financiers (x) et DN/EBITDA (x)



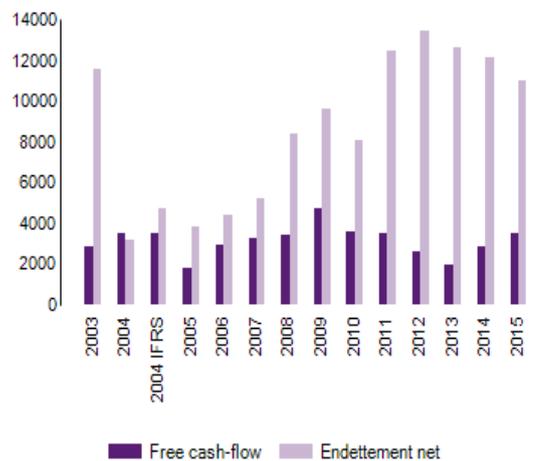
Capex/CA (%) et BFR/CA (%)



Dividende par action (€) et taux de distribution (%)



Free cash-flow et endettement net (M€)



Eléments financiers 31/12

Vivendi

Décomposition par activité (M€)	2011	2012	2013e	2014e	2015e	TMVA 12/15
Chiffre d'affaires	28 813	28 994	27 989	28 590	28 853	-0,2%
Groupe SFR	12 183	11 288	10 128	10 220	10 220	-3,3%
Maroc Telecom	2 739	2 689	2 609	2 566	2 566	-1,5%
UMG	4 197	4 544	4 915	4 980	5 047	3,6%
Canal+ Groupe	4 857	5 013	5 085	5 161	5 239	1,5%
Activision Blizzard	3 432	3 768	3 494	3 593	3 712	-0,5%
GVT	1 446	1 716	1 799	2 110	2 110	7,1%
Autres	-41	-24	-41	-41	-41	-19,5%
Résultat d'exploitation corrigé	5 860	5 283	4 613	4 638	4 796	-3,2%
Groupe SFR	2 278	1 600	1 273	1 192	1 192	-9,3%
Maroc Telecom	1 089	987	1 034	985	985	-0,1%
UMG	507	525	588	625	661	8,0%
Canal+ Groupe	701	663	599	608	617	-2,4%
Activision Blizzard	1 011	1 149	866	961	1 073	-2,3%
GVT	396	488	388	402	402	-6,2%
Autres	-122	-129	-135	-135	-135	-1,5%
Marge d'exploitation corrigée	20,3%	18,2%	16,5%	16,2%	16,6%	
Groupe SFR	18,7%	14,2%	12,6%	11,7%	11,7%	
Maroc Telecom	39,8%	36,7%	39,6%	38,4%	38,4%	
UMG	12,1%	11,6%	12,0%	12,5%	13,1%	
Canal+ Groupe	14,4%	13,2%	11,8%	11,8%	11,8%	
Activision Blizzard	29,5%	30,5%	24,8%	26,7%	28,9%	
GVT	27,4%	28,4%	21,6%	19,1%	19,1%	
Autres	297,6%	537,5%	329,3%	329,3%	329,3%	
Compte de résultat (M€)	2011	2012	2013e	2014e	2015e	TMVA 12/15
Chiffre d'affaires	28 813	28 994	27 989	28 590	28 853	-0,2%
<i>Variation</i>	<i>0,3%</i>	<i>0,6%</i>	<i>-3,5%</i>	<i>2,1%</i>	<i>0,9%</i>	
Excédent brut d'exploitation	8 492	8 387	7 519	7 675	7 828	-2,3%
<i>Variation</i>	<i>1,2%</i>	<i>-1,2%</i>	<i>-10,4%</i>	<i>2,1%</i>	<i>2,0%</i>	
Résultat d'exploitation publié	5 280	4 471	3 963	4 038	4 196	-2,1%
<i>Variation</i>	<i>8,4%</i>	<i>-15,3%</i>	<i>-11,4%</i>	<i>1,9%</i>	<i>3,9%</i>	
Résultat d'exploitation corrigé	5 860	5 283	4 613	4 638	4 796	-3,2%
<i>Variation</i>	<i>0,9%</i>	<i>-9,8%</i>	<i>-12,7%</i>	<i>0,5%</i>	<i>3,4%</i>	
Marge d'exploitation	20,3%	18,2%	16,5%	16,2%	16,6%	
Résultat financier net	-406	-559	-571	-571	-551	
Résultat courant avant impôt	5 954	5 536	4 692	4 667	4 845	-4,3%
Résultat exceptionnel	1 385	0	-150	-100	-100	
Impôt sur les sociétés	-1 258	-1 038	-1 018	-1 040	-1 093	
Amt. / dep. survaleurs	-500	-500	-500	-500	-500	
Résultat des SME	-18	-38	0	0	0	
Intérêts minoritaires	0	0	-746	-619	0	
Résultat net des activités cédées	0	0	0	0	0	
Résultat net part du groupe	2 681	476	1 928	2 008	2 751	79,5%
<i>Variation</i>	<i>-44,7%</i>	<i>-82,2%</i>	<i>305,1%</i>	<i>4,1%</i>	<i>37,0%</i>	
RNPG corrigé	2 952	2 862	2 268	2 239	2 328	-6,7%
<i>Variation</i>	<i>9,4%</i>	<i>-3,0%</i>	<i>-20,8%</i>	<i>-1,3%</i>	<i>4,0%</i>	
Tableau de financement (M€)	2011	2012	2013e	2014e	2015e	TMVA 12/15
MBA	7 169	7 016	5 500	5 723	6 497	-2,5%
Investissements nets	-3 367	-4 516	-3 334	-3 080	-3 080	-12,0%
Diminution (Augmentation) du BFR	-307	90	-238	143	62	
Cash-flow disponible	3 495	2 590	1 928	2 785	3 480	10,3%
Investissements financiers	-8 545	-1 791	0	0	0	
Distribution	-2 885	-1 728	-1 779	-1 649	-1 649	-1,5%
Augmentation de capital	114	113	0	0	0	
Produits de cessions	4 728	265	700	0	0	
Divers	1 254	-462	-5	-678	-713	
Augmentation (Diminution) de la trésorerie	-1 839	-1 013	844	458	1 118	
Endettement net	12 406	13 419	12 575	12 117	10 999	
Gearing	56,2%	62,6%	58,3%	55,2%	47,7%	

Bilan simplifié (M€)	2011	2012	2013e	2014e	2015e	TMVA 12/15
Immobilisations nettes	42 659	45 013	44 742	44 784	44 831	-0,1%
dont survaleur nette	25 029	24 656	24 656	24 656	24 656	
dont survaleur brute	37 776	37 776	37 776	37 776	37 776	
Immobilisations financières	613	752	752	752	752	
BFR	-6 641	-7 322	-7 084	-7 226	-7 289	
Actif net des activités cédées	0	217	-444	-444	-444	ns
Fonds propres ensemble	22 070	21 436	21 585	21 944	23 046	2,4%
dont part du groupe	19 447	18 465	18 614	18 973	20 075	
Provisions	2 155	3 805	3 805	3 805	3 805	
Endettement net	12 406	13 419	12 575	12 117	10 999	

Données par action (€)	2011	2012	2013e	2014e	2015e	TMVA 12/15
Nombre de titres à la cote (millions)	1 247,0	1 323,5	1 339,0	1 339,0	1 339,0	0,4%
Nombre de titres dilué (millions)	1 245,9	1 329,5	1 302,4	1 302,4	1 302,4	-0,7%
BPA publié	2,15	0,36	1,48	1,54	2,11	80,7%
BPA corrigé	2,39	2,20	1,74	1,72	1,79	-6,7%
Survaleur	-0,40	-0,38	-0,38	-0,38	-0,38	-0,7%
Cash-flow	5,75	5,28	4,22	4,39	4,99	-1,9%
Dividende net	1,00	1,00	0,90	0,90	0,90	-3,5%
Taux de distribution	46,5%	279,3%	60,8%	58,4%	42,6%	
Fonds propres	15,61	13,89	14,29	14,57	15,41	3,5%

Ratios financiers	2011	2012	2013e	2014e	2015e	TMVA 12/15
Rex (% du CA)	18,3%	15,4%	14,2%	14,1%	14,5%	
Rex corrigé (% du CA)	20,3%	18,2%	16,5%	16,2%	16,6%	
Taux d'imposition apparent	-17,1%	-18,7%	-22,4%	-22,8%	-23,0%	
Marge nette	9,4%	1,8%	9,6%	9,2%	9,5%	
Rentabilité des fonds propres	13,8%	2,6%	10,4%	10,6%	13,7%	
Rentabilité capitaux investis	8,0%	6,9%	6,1%	6,1%	6,3%	
Capitaux investis (M€)	48 765	50 811	50 778	50 677	50 662	-0,1%
Couverture des frais financiers (x)	14,4	9,5	8,1	8,1	8,7	
Endettement net/EBE (x)	1,5	1,6	1,7	1,6	1,4	
Gearing	56,2%	62,6%	58,3%	55,2%	47,7%	
BFR (% du CA)	-23,0%	-25,3%	-25,3%	-25,3%	-25,3%	
Survaleur (% des fonds propres)	113,4%	115,0%	114,2%	112,4%	107,0%	
Investissements nets (% du CA)	-11,7%	-15,6%	-11,9%	-10,8%	-10,7%	

Ratios boursiers	2011*	2012*	2013e	2014e	2015e
VE/CA (x)	1,5	1,5	1,6	1,5	1,5
VE/EBE (x)	5,2	5,5	5,9	5,7	5,4
VE/Rex corrigé (x)	7,6	8,5	9,6	9,4	8,9
Cours/Fonds propres (x)	0,8	1,0	1,2	1,2	1,1
Cours/Cash-flow (x)	3,1	3,9	4,0	3,8	3,4
PE corrigé	6,5	7,7	9,7	9,8	9,4
PE publié	5,2	11,2	11,4	11,0	8,0
Rdt Net	9,3%	6,4%	5,3%	5,3%	5,3%
Free cash flow yield (%)	11,1%	3,4%	8,5%	12,3%	15,4%

* ratios boursiers constatés au 11/09 de l'année historique sur la base des estimations à cette date.
Natisis et/ou ses filiales détiennent plus de 1 et moins de 5% du capital de l'émetteur.

Vivendi :

Natixis et/ou ses filiales détiennent plus de 1 et moins de 5% du capital de l'émetteur.

Lagardère SCA :

Le(s) responsable(s) de l'analyse, un directeur ou un membre du conseil de surveillance de Natixis et/ou de ses filiales est un dirigeant, directeur ou membre du conseil de surveillance ou du conseil d'administration de la société.

Historique des changements de recommandations sur Lagardère SCA sur les 12 derniers mois

Date	Recommandation	Précédente	Cours
02/05/2013	Neutre	Acheter	28,22 €

* voir méthodologie appliquée aux recommandations boursières avant le 01/05/2010 précisée dans le disclaimer ci-après

Ce document peut évoquer des méthodes d'évaluation dont les définitions résumées sont les suivantes :

1/ Méthode des comparaisons boursières : les multiples de valorisation de la société évaluée sont comparés à ceux d'un échantillon de sociétés du même secteur d'activité, ou d'un profil financier similaire. La moyenne de l'échantillon établit une référence de valorisation, à laquelle l'analyste ajoute le cas échéant des décotes ou des primes résultant de sa perception des caractéristiques spécifiques de la société évaluée (statut juridique, perspectives de croissance, niveau de rentabilité...).

2/ Méthode de l'ANR : l'Actif Net Réévalué est une évaluation de la valeur de marché des actifs au bilan d'une société par la méthode qui apparaît la plus pertinente à l'analyste.

3/ Méthode de la somme des parties : la somme des parties consiste à valoriser séparément les activités d'une société sur la base de méthodes appropriées à chacune de ces activités puis à les additionner.

4/ Méthode des DCF : la méthode des cash-flows actualisés consiste à déterminer la valeur actuelle des liquidités qu'une société dégagera dans le futur. Les projections de cash-flows sont établies par l'analyste en fonction de ses hypothèses et de sa modélisation. Le taux d'actualisation utilisé est le coût moyen pondéré du capital, qui représente le coût de la dette de l'entreprise et le coût théorique des capitaux propres estimés par l'analyste, pondérés par le poids de chacune de ces deux composantes dans le financement de la société.

5/ Méthode des multiples de transactions : la méthode consiste à appliquer à la société évaluée les multiples observés dans des transactions déjà réalisées sur des sociétés comparables.

6/ Méthode de l'actualisation des dividendes : la méthode consiste à établir la valeur actualisée des dividendes qui seront perçus par l'actionnaire d'une société, à partir d'une projection des dividendes réalisée par l'analyste et d'un taux d'actualisation jugé pertinent (généralement le coût théorique des fonds propres).

7/ Méthode de l'EVA : la méthode "Economic Value Added" consiste à déterminer le surcroît annuel de rentabilité dégagé par une société sur ses actifs par rapport à son coût du capital (écart également appelé "création de valeur"). Ce surcroît de rentabilité est ensuite actualisé pour les années à venir avec un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital, et le résultat obtenu est ajouté à l'actif net comptable.

* Jusqu'au 30/04/2010, les recommandations de Natixis portaient sur les 6 prochains mois et étaient définies comme suit :

Acheter	Potentiel de hausse supérieure à 15% par rapport au marché assorti d'une grande qualité des fondamentaux.
Renforcer	Potentiel de hausse de 0 à 15% avec un niveau de risque élevé
Alléger	Potentiel de baisse de 0 à 15%
Vendre	Potentiel de baisse supérieure à 15% et/ou avec des risques très élevés sur les fondamentaux industriels et financiers.

A compter du 1/05/2010, les recommandations de Natixis portent sur les 6 prochains mois et sont définies comme suit :

Acheter	Potentiel de hausse supérieure à 10%.
Neutre	Potentiel compris entre 10% et -10%
Alléger	Potentiel de baisse supérieure à -10% et/ou de risques élevés sur les fondamentaux industriels et financiers.
App. ses titres	Réponse favorable à une offre publique (rachat, retrait,...)

Au 12/09/2013, les recommandations de Natixis ainsi que la part, par rapport à l'échantillon de valeurs suivies, des émetteurs pour lesquels sa maison mère Natixis a fourni des services d'investissement sur les 12 derniers mois se répartissent comme suit :

	Valeurs suivies	Valeurs Corporate
Acheter	40,42%	2,10%
Neutre	44,62%	0,52%
Alléger	9,97%	0,00%

Les cours de référence sont basés sur les cours de clôture.

Ce document d'informations s'adresse exclusivement à une clientèle de professionnels ou d'investisseurs qualifiés. Il vous est communiqué à titre d'information et ne peut être divulgué à un tiers sans le consentement préalable de Natixis. Il ne constitue ni une offre ni une invitation à acheter ou à souscrire des instruments financiers. Les informations contenues dans ce document proviennent de sources publiques soigneusement sélectionnées. Malgré la réalisation de toutes les diligences requises pour s'assurer que ces informations soient exactes au moment de leur publication, aucune déclaration de garantie n'est faite quant à leur exactitude, exhaustivité ou sincérité. Les performances passées et simulées ne garantissent pas les performances futures. Toute opinion contenue dans le présent document reflète le contexte actuel et peut être modifiée à tout moment sans préavis. Natixis ne saurait être tenu responsable des conséquences d'une quelconque décision prise au regard des informations contenues dans ce document. Natixis a mis en place des procédures appropriées de séparations des activités visant en particulier à prévenir les conflits d'intérêt entre ses activités de Recherche et ses autres activités. Ces « barrières à l'information » peuvent être détaillées sur demande auprès du Responsable de la conformité. A la date de cette publication, Natixis et/ou l'une de ses filiales ou sous-filiales peuvent être en conflit d'intérêt avec l'émetteur mentionné. En particulier, il se peut ainsi que Natixis ou toute personne morale ou physique liée, leurs dirigeants, leurs représentants légaux ou leurs salariés aient investi pour leur propre compte ou agissent ou envisagent d'agir, dans les douze mois à venir, en tant que conseiller, apporteur de liquidité, teneur de marché, ou banquier d'affaires d'une des sociétés mentionnées dans cette publication.

Natixis est agréé par l'Autorité de contrôle prudentiel (ACP) en France en qualité de Banque – prestataire de services d'investissements et soumise à sa supervision. Natixis est réglementé par l'AMF (Autorité des Marchés Financiers) pour l'exercice des services d'investissements pour lesquels il est agréé. Natixis est également soumis à la supervision de la Commission bancaire.

Ce document de recherche est distribué depuis le Royaume Uni par Natixis, Succursale de Londres, qui est reconnue par l'ACP et réglementée par les « Financial Conduct Authority » et « Prudential Regulation Authority » pour ses activités au Royaume Uni. Les détails concernant la régulation qu'exercent la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority peuvent être obtenus sur simple demande à la Succursale de Londres.

La communication / distribution de ce document en Allemagne est réalisée / sous la responsabilité de Natixis, Succursale d'Allemagne. Natixis est agréé par l'ACP et réglementé par la BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) pour la conduite de ses activités en Allemagne.

Natixis est agréé par l'ACP et régulé par la Banque d'Espagne (Bank of Spain) et la CNMV pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Espagne.

Natixis est agréé par l'ACP et régulé par la Banque d'Italie et la CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Italie.

Natixis, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propre agréé à l'étranger, ne destine la diffusion aux Etats-Unis de cette publication qu'aux « major U.S. institutional investors », définis comme tels selon les règles de la SEC. Ce document ne peut être distribué à aucune autre personne aux Etats-Unis. Chaque « major U.S. institutional investors » qui reçoit ce document, s'engage, par cet acte, à ne pas en distribuer l'original ni une copie à quiconque. Natixis Securities Americas LLC, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propre agréé aux Etats-Unis et membre de la FINRA, est une filiale de Natixis. Natixis Securities Americas LLC n'est impliquée d'aucune manière dans l'élaboration de cette publication et en conséquence ne reconnaît aucune responsabilité quant à son contenu. Cette publication a été élaborée et vérifiée par les analystes de Natixis, qui ne sont pas associés de Natixis Securities Americas LLC et n'ont pas fait l'objet d'un enregistrement professionnel en tant qu'analyste auprès de la FINRA et ne sont donc pas soumis aux règles édictées par la FINRA.

Les valeurs citées peuvent faire l'objet d'avertissements spécifiques. Veuillez les consulter sur le site

http://equity.natixis.com/netis/Disclaimer/Disclaimer_Spe.aspx

Natixis			Natixis Securities Americas LLC.	Natixis
Paris	Adresse des bureaux	Adresse postale	New York	Londres
30 avenue Pierre Mendès France 75013 Paris France <i>Société anonyme à Conseil d'administration au capital de 4 653 020 308,80 € 542 044 524 RCS Paris</i>	47 quai d'Austerlitz 75013 Paris France	BP 4 75060 Paris Cedex 02 France	1251 avenue of the americas New York, NY 10020 USA <i>Member of the NASD and SIPC</i>	Natixis London Branch LTD Cannon Bridge House 25 Dowgate Hill Londres EC4R 2YA Royaume-Uni
Responsable de la Recherche Equity Sixte de Gastines Tel. (33 1) 58 55 06 87 sixte.degastines@natixis.com			Fabrice Weill Tel. +1 212 891 1850 Fabrice.Weill@us.natixis.com	Chris Thompson Tel. (44 203) 216 9565 chris.thompson@uk.natixis.com
Responsable de la Recherche Sectorielle François Digard Tel. (33 1) 58 55 03 40 francois.digard@natixis.com				
Responsable Vente Actions Europe Continentale Philippe Denoyelle Tel. (33 1) 58 55 05 91 philippe.denoyelle@natixis.com				
Responsable Vente Actions UK et US Chris Thompson Tel. (44 203) 216 9565 chris.thompson@uk.natixis.com				
Responsable Sales trading Christophe Pallard Tel. (33 1) 58 55 90 71 christophe.pallard@natixis.com				
Responsable Vente Corporate Cédric Richard Tel. (33 1) 58 55 90 60 cedric.richard@natixis.com				