

*La présente note d'information n'est pas destinée à être diffusée aux Etats-Unis d'Amérique ou dans tout autre pays que la France.*

**OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT SUIVIE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE  
PORTANT SUR LES ACTIONS DE LA SOCIETE**



INITIEE PAR

**vivendi**

PRESENTEE PAR



**BNP PARIBAS**

ETABLISSEMENT PRESENTATEUR,  
GARANT ET CONSEIL FINANCIER



**NATIXIS**

ETABLISSEMENT PRESENTATEUR,  
GARANT ET CONSEIL FINANCIER

**NOTE D'INFORMATION CONJOINTE AUX SOCIETES VIVENDI ET HAVAS**

PRIX DE L'OFFRE :

9,25 euros par action Havas

DUREE DE L'OFFRE :

10 jours de négociation

Le calendrier de l'Offre sera déterminé par l'Autorité des marchés financiers conformément à son règlement général.



En application de l'article L. 621-8 du Code monétaire et financier et de l'article 231-23 de son règlement général, l'Autorité des marchés financiers (l'« AMF ») a, en application de la décision de conformité de l'offre publique du 28 novembre 2017, apposé le visa n°17-612 sur la présente note d'information conjointe. Cette note d'information a été établie par Vivendi conjointement avec Havas et engage la responsabilité de ses signataires. Le visa, conformément aux dispositions de l'article L. 621-8-1, I du Code monétaire et financier, a été attribué après que l'AMF a vérifié « *si le document est complet et compréhensible, et si les informations qu'il contient sont cohérentes* ». Il n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

**AVIS IMPORTANT**

A l'issue de l'offre publique de retrait faisant l'objet de la présente note d'information conjointe, la procédure de retrait obligatoire prévue à l'article L. 433-4, II. du Code monétaire et financier sera mise en œuvre et les actions Havas qui n'auront pas été apportées à l'offre publique de retrait seront transférées à Vivendi, moyennant une indemnisation de 9,25 euros par action Havas, nette de tous frais.

*La présente note d'information n'est pas destinée à être diffusée aux Etats-Unis d'Amérique ou dans tout autre pays que la France.*

La présente note d'information conjointe est disponible sur les sites Internet de Vivendi ([www.vivendi.com](http://www.vivendi.com)), de Havas ([www.havasgroup.fr](http://www.havasgroup.fr)) et de l'AMF ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)). Elle peut être obtenue sans frais auprès de :

<b>Vivendi</b>	<b>Havas</b>	<b>BNP Paribas</b>	<b>Natixis</b>
42, avenue de Friedland 75008 Paris	29-30 quai de Dion Bouton 92817 Puteaux Cedex	4, rue d'Antin 75002 Paris	47, quai d'Austerlitz 75013 Paris

Conformément à l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les documents contenant les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de Vivendi et de Havas seront déposés auprès de l'AMF et mis à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique de retrait, selon les mêmes modalités.

## TABLE DES MATIERES

<b>1.</b>	<b>PRESENTATION DE L'OFFRE .....</b>	<b>5</b>
1.1.	Contexte et motifs de l'Offre.....	6
1.1.1.	Contexte général de l'Offre et historique de la participation de Vivendi dans Havas .....	6
1.1.2.	Déclarations de franchissement de seuils.....	6
1.1.3.	Répartition actuelle du capital de Havas.....	7
1.2.	Motifs de l'Offre .....	7
1.3.	Intentions de l'Initiateur pour les douze mois à venir .....	7
1.3.1.	Intentions relatives à la politique industrielle, commerciale et financière ....	7
1.3.2.	Intentions en matière d'emploi .....	8
1.3.3.	Composition des organes sociaux et de la direction de Havas.....	8
1.3.4.	Politique de distribution de dividendes de la Société.....	8
1.3.5.	Intérêt de l'Offre pour la Société et ses actionnaires .....	8
1.3.6.	Synergies envisagées – Gains économiques attendus.....	9
1.3.7.	Intentions concernant une éventuelle fusion.....	9
1.4.	Accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue .....	9
<b>2.</b>	<b>CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE .....</b>	<b>9</b>
2.1.	Termes de l'Offre .....	9
2.2.	Nombre d'actions susceptibles d'être apportées à l'Offre .....	10
2.3.	Situation des titulaires d'Actions Gratuites et de Performance et mécanisme de liquidité .....	10
2.3.1.	Situation des titulaires d'Actions Gratuites et de Performance.....	10
2.3.2.	Liquidité offerte aux titulaires des Actions Gratuites et de Performance ...	11
2.4.	Modalités de l'Offre .....	12
2.5.	Procédure d'apport à l'Offre Publique de Retrait.....	12
2.6.	Retrait Obligatoire et radiation d'Euronext Paris.....	13
2.7.	Calendrier indicatif de l'Offre .....	13
2.8.	Restrictions concernant l'Offre à l'étranger.....	14
2.9.	Coût et financement de l'Offre.....	15
2.9.1.	Frais liés à l'Offre .....	15
2.9.2.	Mode de financement de l'Offre.....	15
2.10.	Frais de courtage et rémunération des intermédiaires .....	16
2.11.	Régime fiscal de l'Offre .....	16
2.11.1.	Actionnaires personnes physiques résidents fiscaux de France agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et ne réalisant pas d'opérations de bourse à titre habituel .....	16
2.11.2.	Actionnaires personnes morales soumis à l'impôt sur les sociétés en France.....	18
2.11.3.	Actionnaires non-résidents fiscaux français.....	18
2.11.4.	Actionnaires soumis à un régime d'imposition différent .....	19
<b>3.</b>	<b>INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE.....</b>	<b>19</b>
3.1.	Structure et répartition du capital de la Société.....	19
3.2.	Restrictions à l'exercice du droit de vote et aux transferts d'actions .....	19
3.3.	Clauses de conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de Havas (article L. 233-11 du Code de commerce).....	20
3.4.	Participations directes ou indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil.....	20
3.5.	Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci.....	20
3.6.	Mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier .....	20

3.7.	Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote .....	20
3.8.	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration, ainsi qu'à la modification des statuts de la Société .....	21
3.8.1.	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration de la Société .....	21
3.8.2.	Règles applicables à la modification des statuts de la Société .....	21
3.9.	Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions .....	21
3.10.	Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société .....	24
3.11.	Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur mandat ou emploi prend fin en raison d'une offre publique.....	24
<b>4.</b>	<b>ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX DE L'OFFRE .....</b>	<b>24</b>
4.1.	Synthèse – détermination du Prix de l'Offre .....	24
4.2.	Choix des méthodes d'évaluation.....	25
4.2.1.	Références et méthodes d'évaluation retenues à titre principal .....	26
4.2.2.	Méthodes d'évaluation retenues à titre indicatif uniquement .....	27
4.2.3.	Méthodes d'évaluation écartées .....	27
4.3.	Informations et données servant de base à l'évaluation .....	28
4.3.1.	Nombre total d'actions sur une base entièrement diluée .....	28
4.3.2.	Valeurs d'entreprise et ajustement de valeur des capitaux propres .....	28
4.4.	Références et méthodes d'évaluation retenues à titre principal .....	29
4.5.	Méthodes d'évaluation retenues à titre indicatif uniquement.....	34
<b>5.</b>	<b>RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT.....</b>	<b>34</b>
<b>6.</b>	<b>AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE HAVAS.....</b>	<b>67</b>
<b>7.</b>	<b>INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION .....</b>	<b>70</b>
<b>8.</b>	<b>INTENTIONS DE LA SOCIETE QUANT AUX ACTIONS AUTO-DETENUES.....</b>	<b>70</b>
<b>9.</b>	<b>PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION CONJOINTE .....</b>	<b>71</b>
9.1.	Pour Vivendi .....	71
9.2.	Pour Havas .....	71
9.3.	Pour la présentation de l'Offre .....	71

## **1. PRESENTATION DE L'OFFRE**

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 236-3 et 237-1 du règlement général de l'AMF (« **RGAMF** »), la société Vivendi, société anonyme dont le siège social est situé au 42, avenue de Friedland, 75008 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés sous le numéro 343 134 763 RCS Paris et dont les actions sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext à Paris (« **Euronext Paris** ») sous le code ISIN FR0000127771 (« **Vivendi** » ou l'« **Initiateur** »), propose de manière irrévocable aux actionnaires de la société Havas, société anonyme dont le siège social est situé 29-30, quai de Dion Bouton, 92817 Puteaux Cedex, immatriculée auprès du registre du commerce et des sociétés sous le numéro 335 480 265 RCS Nanterre et dont les actions sont admises aux négociations sur Euronext Paris sous le code ISIN FR0000121881 (« **Havas** » ou la « **Société** »), d'acquérir la totalité de leurs actions Havas dans le cadre d'une offre publique de retrait (l'« **Offre Publique de Retrait** ») qui sera immédiatement suivie d'une procédure de retrait obligatoire (le « **Retrait Obligatoire** » et, avec l'Offre Publique de Retrait, l'« **Offre** »), au prix unitaire de 9,25 euros (le « **Prix de l'Offre** »).

A la date de la présente note d'information conjointe, Vivendi détient 406.774.597 actions et droits de vote de la Société, représentant 96,15% du capital social et 96,14% des droits de vote de la Société.

En conséquence, l'Offre porte sur la totalité des actions de la Société non détenues directement par l'Initiateur à la date de la présente note d'information conjointe, soit, à la connaissance de l'Initiateur, 16.281.206 actions<sup>1</sup>, représentant 3,85% du capital social et 3,86% des droits de vote de la Société sur la base d'un nombre total d'actions existantes de la Société s'élevant à 423.055.803, et d'un nombre total de droits de vote théoriques de 423.119.896 au 31 octobre 2017.

Par ailleurs, il est indiqué que les Actions Gratuites et de Performance (tel que ce terme est défini à la section 2.3.1 de la présente note d'information conjointe) de la Société attribuées par le Conseil d'administration de Havas qui représentent, à la connaissance de l'Initiateur, au 30 septembre 2017, un nombre égal à 8.116.960 actions Havas à émettre (représentant 1,92% du capital social de la Société), ne sont pas visées par l'Offre dès lors que ces actions ne seront attribuées et livrées aux bénéficiaires qu'à partir de 2018.

L'Initiateur proposera un mécanisme de liquidité aux titulaires d'Actions Gratuites et de Performance. Ce mécanisme de liquidité est détaillé à la section 2.3.2 ci-dessous.

A la connaissance de l'Initiateur, il n'existe aucun autre droit, titre de capital ou instrument financier pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société.

Dans le cadre du Retrait Obligatoire, les actions Havas non détenues par Vivendi seront transférées à Vivendi moyennant une indemnisation au Prix de l'Offre, soit 9,25 euros par action, cette indemnité étant nette de tous frais.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du RGAMF, l'Offre est présentée par BNP Paribas et Natixis (ci-après les « **Etablissements Présentateurs** »), qui garantissent la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur relatifs à l'Offre.

---

<sup>1</sup> En ce compris les 10 actions d'auto-contrôle (privées du droit de vote) détenues indirectement par Vivendi par le biais des sociétés Financière de Longchamp (5 actions) et Longchamp Participations (5 actions), filiales de Havas, étant précisé que les présidents de ces deux sociétés ont décidé de ne pas apporter leurs actions à l'Offre Publique de Retrait. Ces actions seront transférées à l'Initiateur dans le cadre du Retrait Obligatoire.

## 1.1. Contexte et motifs de l'Offre

### 1.1.1. *Contexte général de l'Offre et historique de la participation de Vivendi dans Havas*

L'Offre fait suite à l'offre publique d'achat simplifiée déposée par Vivendi visant les actions Havas le 29 août 2017, qui a été ouverte du 21 septembre au 4 octobre 2017 inclus (l'« **OPAS** »).

Il est rappelé que l'OPAS faisait elle-même suite au franchissement des seuils de 30% et de 50% du capital social et des droits de vote de la Société, résultant de l'acquisition par Vivendi le 3 juillet 2017 de 250.497.278 actions et droits de vote de la Société (qui représentaient à cette date 59,21% du capital et 59,19% des droits de la Société) par voie d'acquisition d'un bloc hors marché auprès de quatre sociétés appartenant au Groupe Bolloré, que sont les sociétés Financière de Sainte-Marine SAS, Société Industrielle et Financière de l'Artois S.A., Compagnie du Cambodge S.A. et Bolloré S.A (l'« **Acquisition du Bloc** »).

Comme indiqué dans son communiqué de presse du 11 octobre 2017, après avoir obtenu 94,59% du capital et 94,57% des droits de vote de Havas à l'issue de l'OPAS<sup>2</sup>, Vivendi a reçu une demande de rachat supplémentaire portant sur 6.593.317 actions Havas (soit environ 1,6% du capital de Havas) et a décidé de donner suite à cette proposition et a acquis ces actions supplémentaires le 11 octobre 2017 au prix de l'OPAS, soit 9,25 euros par titre, ce qui a porté sa participation à 406.774.597 actions et droits de vote de la Société, représentant 96,15% du capital et 96,14% des droits de vote de Havas<sup>3</sup>. Il est précisé que l'acquisition en question n'était assortie d'aucun dispositif de complément de prix de quelque nature que ce soit.

Compte tenu de ces éléments, et prenant acte du fait que la cotation des actions Havas ne présentait plus un niveau de flottant suffisant pour assurer la liquidité du titre, Vivendi a par conséquent annoncé son intention de mettre en œuvre la présente Offre au prix de 9,25 euros.

### 1.1.2. *Déclarations de franchissement de seuils*

Conformément à l'article L. 233-7 et suivants du Code de commerce, les déclarations de franchissement de seuils suivantes ont été adressées par Vivendi à l'AMF et à la Société à la suite de l'OPAS et de l'acquisition mentionnée à la section 1.1.1 ci-dessus :

Date de publication par l'AMF	Référence AMF	Type	Seuil	Type de transaction
7 juillet 2017	n°217C1488	Hausse	Entre 5% et 50% (en capital et en droits de vote)	Acquisition hors marché auprès du Groupe Bolloré
26 septembre 2017	n°217C2234	Hausse	2/3 (en capital et en droits de vote)	Acquisitions dans le cadre de l'OPAS
6 octobre 2017	n°217C2361	Hausse	90% (en capital et en droits de vote)	Acquisitions dans le cadre de l'OPAS

<sup>2</sup> Etant précisé qu'au résultat de l'OPAS, Vivendi détenait 400.181.280 actions Havas représentant autant de droits de vote (soit 94,59% du capital et 94,57% des droits de vote), et non 400.844.561 actions Havas représentant autant de droits de vote (soit 94,75% du capital et 94,73% des droits de vote) comme précédemment annoncé, compte tenu d'un défaut de livraison portant sur 663.281 actions Havas (représentant 0,16% du capital) qui n'ont dès lors pu être acquises par Vivendi (cf. D&I 217C2435 du 17 octobre 2017 portant rectificatif à D&I 217C2345 du 5 octobre 2017 et D&I 217C2361 du 6 octobre 2017).

<sup>3</sup> Cf. la déclaration de franchissement de seuil de Vivendi du 17 octobre 2017 (D&I 217C2435).

*La présente note d'information n'est pas destinée à être diffusée aux Etats-Unis d'Amérique  
ou dans tout autre pays que la France.*

Date de publication par l'AMF	Référence AMF	Type	Seuil	Type de transaction
17 octobre 2017	n°217C2435	Hausse	95% (en capital et en droits de vote)	Acquisition hors marché

### 1.1.3. Répartition actuelle du capital de Havas

A la connaissance de l'Initiateur, et sur la base des informations communiquées par la Société, le capital social et les droits de vote de Havas sont répartis comme suit au 31 octobre 2017 :

Actionnaires	Situation en capital		Situation en droits de vote théoriques	
	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% de droits de vote
Vivendi	406.774.597	96,15%	406.774.597	96,14%
Autocontrôle Havas <sup>(*)</sup>	10	ns	10	ns
Public	16.281.196	3,85%	16.345.289	3,86%
<b>TOTAL</b>	<b>423.055.803</b>	<b>100%</b>	<b>423.119.896</b>	<b>100%</b>

(\*) Société Financière de Longchamp (5 actions) et Longchamp Participations (5 actions), sociétés contrôlées par la Société.

## 1.2. Motifs de l'Offre

Vivendi détenant plus de 95% du capital et des droits de vote de Havas, l'Initiateur a déposé auprès de l'AMF, conformément aux dispositions des articles 236-3 et 237-1 et suivants du RGAMF, un projet d'Offre Publique de Retrait qui sera immédiatement suivie d'un Retrait Obligatoire visant la totalité des actions Havas non détenues par Vivendi.

L'Offre est réalisée dans l'objectif d'acquérir 100% de Havas et de sortir les actions de la Société de la cote, dès lors que le succès de l'OPAS n'a pas permis de conserver une liquidité suffisante sur les actions Havas.

Les actionnaires minoritaires de Havas obtiendront une liquidité immédiate et intégrale de leurs actions Havas.

L'Initiateur a mandaté BNP Paribas et Natixis, qui ont procédé à une évaluation des actions Havas figurant en section 4 de la présente note d'information conjointe.

En application des dispositions de l'article 261-1, I. et II. du RGAMF, Havas a désigné le cabinet Accuracy en qualité d'expert indépendant (l'« **Expert Indépendant** ») chargé d'apprécier les conditions financières de l'Offre. Le rapport de l'Expert Indépendant, qui conclut au caractère équitable du prix proposé aux actionnaires dans le cadre de l'Offre Publique de Retrait et du Retrait Obligatoire, est intégralement reproduit à la section 5 de la présente note d'information conjointe.

## 1.3. Intentions de l'Initiateur pour les douze mois à venir

### 1.3.1. Intentions relatives à la politique industrielle, commerciale et financière

Vivendi se fixe pour objectif de donner à Havas une dimension nouvelle parmi les tout premiers acteurs mondiaux de son secteur ; elle lui offrira des moyens stratégiques et financiers nouveaux pour enrichir les expertises que Havas met à la disposition de ses clients, ainsi que de plus vastes perspectives à ses talents afin de jouer un rôle moteur dans la consolidation potentielle du secteur.

*La présente note d'information n'est pas destinée à être diffusée aux Etats-Unis d'Amérique ou dans tout autre pays que la France.*

### *1.3.2. Intentions en matière d'emploi*

L'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société et ne devrait pas avoir d'incidence particulière sur la politique poursuivie par la Société en matière d'effectif, de politique salariale et de gestion des ressources humaines. L'Offre ne devrait donc pas avoir d'incidence sur l'emploi au sein de la Société.

### *1.3.3. Composition des organes sociaux et de la direction de Havas*

A la date de la présente note d'information conjointe, le Conseil d'administration de Havas est composé de :

- Monsieur Yannick BOLLORE (Président du Conseil d'administration – Directeur général) ;
- Madame Delphine ARNAULT\* ;
- Madame Marguerite BERARD-ANDRIEU\* ;
- Monsieur Yves CANNAC\* ;
- Madame Sidonie DUMAS\* ;
- Madame Myriam GUILLOTIN (représentant des salariés) ;
- Madame Catherine HABIB-DELONCLE (représentant des salariés) ;
- Monsieur Stéphane ISRAEL\* ;
- Madame Christine OCKRENT\* ;
- Monsieur Alfonso RODES VILA ;
- Monsieur Jacques SEGUELA ;
- Monsieur Patrick SOULARD\* ;
- FINANCIERE DE SAINTE-MARINE, représentée par Monsieur Gilles ALIX ;
- FINANCIERE DE LONGCHAMP, représentée par Madame Ghislaine BREGE ;
- LONGCHAMP PARTICIPATIONS, représentée par Monsieur Jean DE YTURBE ; et
- BOLLORE, représentée par Madame Juliette LAQUERRIERE.

\*Administrateurs indépendants

La direction de Havas est assurée par Monsieur Yannick BOLLORE (Président du Conseil d'administration – Directeur général).

Après la réalisation de l'Offre, la composition du Conseil d'administration de Havas fera l'objet de modifications afin de refléter le nouvel actionnariat de la Société, sans changement dans la direction de la Société.

### *1.3.4. Politique de distribution de dividendes de la Société*

A l'issue de l'Offre, la politique de dividendes de Havas continuera d'être déterminée par ses organes sociaux en fonction des capacités distributives, de la situation financière et des besoins financiers de Havas et de ses filiales.

### *1.3.5. Intérêt de l'Offre pour la Société et ses actionnaires*

L'Offre permet aux actionnaires minoritaires de Havas d'obtenir une liquidité immédiate et intégrale de leurs actions.

Les actionnaires de Havas qui apporteront leurs actions à l'Offre bénéficieront d'une prime offerte correspondant à 11,6% sur la base du cours de bourse de clôture de Havas au 11 mai 2017 (jour de l'annonce de la remise d'une offre indicative par Vivendi au Groupe Bolloré concernant l'Acquisition du Bloc), à 2,3% sur la base du cours de bourse de clôture de Havas au 11 octobre 2017 (jour de l'annonce



*La présente note d'information n'est pas destinée à être diffusée aux Etats-Unis d'Amérique ou dans tout autre pays que la France.*

du projet initial de l'Offre<sup>4</sup>), à 11,5% sur la moyenne du dernier mois, à 12,7% sur la moyenne des trois derniers mois, à 15,0% sur la moyenne des six derniers mois et à 20,5% sur la moyenne des douze derniers mois<sup>5</sup>.

Les éléments d'appréciation du Prix de l'Offre sont présentés en section 4 de la présente note d'information conjointe.

### *1.3.6. Synergies envisagées – Gains économiques attendus*

L'Initiateur et la Société n'anticipent pas d'autres synergies significatives de coûts ni de résultats dont la matérialisation serait identifiable ou chiffrable à la date de la présente note d'information conjointe, autres que celles décrites dans la note d'information relative à l'OPAS (visée par l'AMF le 19 septembre 2017 sous le n°17-497), étant précisé que le niveau de participation actuel de Vivendi lui ouvre déjà le bénéfice du régime de l'intégration fiscale de Havas.

### *1.3.7. Intentions concernant une éventuelle fusion*

Il n'est pas envisagé de procéder à une fusion entre Vivendi et Havas à l'issue de l'Offre.

## 1.4. Accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue

En dehors des accords de liquidité décrits en section 2.3.2 de la présente note d'information conjointe, l'Initiateur n'a pas connaissance d'autre accord en lien avec l'Offre ou qui pourrait potentiellement avoir un impact significatif sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.

En particulier, il n'existe pas d'engagements d'apport ou de non-apport à l'Offre.

## **2. CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE**

### 2.1. Termes de l'Offre

En application des dispositions des articles 231-13, 236-3 et 237-1 du RGAMF, les Etablissements Présentateurs, agissant pour le compte de l'Initiateur, ont déposé l'Offre le 13 novembre 2017 auprès de l'AMF sous la forme d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire visant les actions Havas non détenues par Vivendi. Conformément à l'article 231-13 du RGAMF, les Etablissements Présentateurs garantissent la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

L'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir auprès des actionnaires de la Société toutes les actions visées par l'Offre et qui seront apportées à l'Offre Publique de Retrait, au prix de 9,25 euros par action Havas, payable uniquement en numéraire, pendant une période d'au moins dix (10) jours de négociation.

Les actions Havas visées par l'Offre Publique de Retrait qui n'auront pas été présentées à l'Offre Publique de Retrait seront transférées à l'Initiateur dans le cadre du Retrait Obligatoire à l'issue de l'Offre Publique de Retrait, moyennant une indemnisation de 9,25 euros par action Havas, nette de tous frais.

---

<sup>4</sup> Etant précisé que cette annonce a eu lieu après bourse.

<sup>5</sup> Les primes sont exprimées par rapport aux moyennes de cours de Havas pondérées par les volumes et les durées sont décomptées à rebours du 11 octobre 2017.

## 2.2. Nombre d'actions susceptibles d'être apportées à l'Offre

Il est rappelé qu'à la date de la présente note d'information conjointe, Vivendi détient 406.774.597 actions et droits de vote de la Société, représentant 96,15% du capital social et 96,14% des droits de vote de la Société, sur la base d'un capital composé au 31 octobre 2017 de 423.055.803 actions représentant 423.119.896 droits de vote théoriques (calculés en application de l'article 223-11, I. alinéa 2 du RGAMF).

Conformément à l'article 231-6 du RGAMF, l'Offre porte sur la totalité des actions de la Société non détenues directement par l'Initiateur à la date de la présente note d'information conjointe, soit, à la connaissance de l'Initiateur, 16.281.206 actions<sup>6</sup>, représentant 3,85% du capital social et 3,86% des droits de vote de la Société sur la base d'un nombre total d'actions existantes de la Société s'élevant, au 31 octobre 2017, à 423.055.803 actions, et à un nombre total de droits de vote théoriques de 423.119.896.

Par ailleurs, il est indiqué que les Actions Gratuites et de Performance (tel que ce terme est défini à la section 2.3.1 de la présente note d'information conjointe) de la Société attribuées par le Conseil d'administration de Havas qui représentent, à la connaissance de l'Initiateur, au 30 septembre 2017, un nombre égal à 8.116.960 actions Havas à émettre (représentant 1,92% du capital social de la Société), ne sont pas visées par l'Offre dès lors que ces actions ne seront attribuées et livrées aux bénéficiaires qu'à partir de 2018.

L'Initiateur rappelle qu'il proposera un engagement de liquidité à l'égard des titulaires d'Actions Gratuites et de Performance dont le mécanisme est détaillé à la section 2.3.2 de la présente note d'information conjointe.

A la connaissance de l'Initiateur, il n'existe aucun autre droit, titre de capital ou instrument financier pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société.

## 2.3. Situation des titulaires d'Actions Gratuites et de Performance et mécanisme de liquidité

### *2.3.1. Situation des titulaires d'Actions Gratuites et de Performance*

A la connaissance de l'Initiateur, la Société a mis en place plusieurs programmes d'actions gratuites et de performance au bénéfice de certains salariés et mandataires sociaux (les « **Actions Gratuites et de Performance** »), tels que notamment décrits au chapitre 21.1.5 « *Informations sur les conditions régissant tout droit d'acquisition et/ou toute obligation attaché(e) au capital souscrit, mais non libéré, ou sur toute entreprise visant à augmenter le capital* » du document de référence de la Société déposé auprès de l'AMF le 29 mars 2017 sous le numéro D. 17-0249 et dans le rapport financier semestriel en date du 25 août 2017 à la section 5.2.7.

Le tableau ci-dessous résume les principales caractéristiques des Actions Gratuites et de Performance au 30 septembre 2017 :

---

<sup>6</sup> En ce compris les 10 actions d'auto-contrôle (privées du droit de vote) détenues indirectement par Vivendi par le biais des sociétés Financière de Longchamp (5 actions) et Longchamp Participations (5 actions), filiales de Havas, étant précisé que les présidents de ces deux sociétés ont décidé de ne pas apporter leurs actions à l'Offre Publique de Retrait. Ces actions seront transférées à l'Initiateur dans le cadre du Retrait Obligatoire.

	<b>Date d'attribution</b>	<b>Date d'acquisition</b>	<b>Nombre d'Actions Gratuites et de Performance restantes</b>	<b>Nombre d'Actions Gratuites et de Performance attribuées</b>
Plan du 29/01/2014	29/01/2014	29/04/2018	1.799.000	2.465.000
Plan du 19/01/2015	19/01/2015	19/04/2019	1.981.000	2.420.000
Plan du 19/03/2015	19/03/2015	19/06/2019	70.000	70.000
Plan du 27/08/2015	27/08/2015	27/11/2019	84.800	119.960
Plan A du 10/05/2016	10/05/2016	10/05/2020	90.000	90.000
Plan B du 10/05/2016	10/05/2016	10/05/2020	2.158.000	2.494.000
Plan C du 10/05/2016	10/05/2016	10/05/2019	120.000	200.000
Plan du 21/07/2016	21/07/2016	21/07/2020	115.160	147.960
Plan du 28/02/2017	28/02/2017	28/02/2020	1.699.000	1.699.000

Dans la mesure où l'ensemble de ces Actions Gratuites et de Performance seront encore en phase d'acquisition à la date de la mise en œuvre du Retrait Obligatoire, celles-ci ne sont, en conséquence, et conformément à la réglementation applicable, pas visées par l'Offre.

### *2.3.2. Liquidité offerte aux titulaires des Actions Gratuites et de Performance*

Compte tenu, d'une part, de la mise en œuvre du Retrait Obligatoire conduisant à priver les actions Havas de toute liquidité et, d'autre part, du changement de contrôle de la Société intervenu au profit de Vivendi, le Conseil d'administration de la Société a décidé avec l'Initiateur, comme les y autorisent l'ensemble des plans des Actions Gratuites et de Performance décrits à la section 2.3.1 ci-dessus, que ces Actions Gratuites et de Performance seront remplacées par des actions de Vivendi, selon une parité d'échange de 0,44 action Vivendi pour une (1) action Havas<sup>7</sup>.

Toutefois, il sera individuellement proposé à l'ensemble des titulaires d'Actions Gratuites et de Performance de se voir attribuer les Actions Gratuites et de Performance Havas dont ils étaient initialement attributaires, sous réserve d'avoir conclu avec Vivendi des contrats de liquidité qui se composeront :

- (i) d'une option de vente, permettant aux titulaires de céder à Vivendi leurs Actions Gratuites et de Performance Havas dans un délai de trente (30) jours calendaires à compter du premier jour ouvré suivant la date d'attribution définitive de leurs Actions Gratuites et de Performance Havas ; et
- (ii) d'une option d'achat, permettant à Vivendi d'acquérir les Actions Gratuites et de Performance Havas concernées dans les quinze (15) jours calendaires suivant l'expiration de la période d'exercice de l'option de vente susvisée.

<sup>7</sup> Cette parité de 0,44 correspond au rapport entre la moyenne des 30 cours de bourse précédant le 11 octobre 2017 (jour de l'annonce de l'Offre), pondérée par les volumes d'échanges quotidiens, de l'action Havas (soit 9,244 euros) et celle de l'action Vivendi (soit 20,787 euros), arrondi à la deuxième décimale la plus proche.

*La présente note d'information n'est pas destinée à être diffusée aux Etats-Unis d'Amérique ou dans tout autre pays que la France.*

Le prix d'exercice de ces options correspondra à la contrevaletur en numéraire, pour une (1) action Havas, de la valeur de marché de 0,44 action Vivendi calculée sur la base de la moyenne, pondérée par les volumes d'échanges quotidiens sur le marché réglementé d'Euronext Paris, des cours de bourse de l'action Vivendi sur Euronext Paris pendant les dix (10) jours de négociation précédant la date d'attribution définitive des Actions Gratuites et de Performance Havas. Par dérogation, compte tenu de la proximité de l'échéance de la date d'acquisition applicable au plan du 29 janvier 2014 (à savoir le 29 avril 2018), ce prix d'exercice correspondra au Prix de l'Offre, soit 9,25 euros, pour les attributaires de ce plan.

#### 2.4. Modalités de l'Offre

Conformément à l'article 231-13 du RGAMF, la présente Offre a été déposée auprès de l'AMF le 13 novembre 2017. Un avis de dépôt a été publié par l'AMF sur son site Internet ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)).

L'AMF a publié le 28 novembre 2017 sur son site Internet ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)) une déclaration de conformité motivée relative à l'Offre après s'être assurée de la conformité de l'Offre aux dispositions légales et réglementaires qui lui sont applicables. Cette déclaration de conformité emporte visa de la note d'information conjointe.

La présente note d'information conjointe est disponible sur le site Internet de l'AMF ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)), de Vivendi ([www.vivendi.com](http://www.vivendi.com)) et de Havas ([www.havasgroup.fr](http://www.havasgroup.fr)). Ce document, ainsi que les documents « Autres informations » relatifs aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables respectivement de l'Initiateur et de la Société seront, conformément aux articles 231-27 et 231-28 du RGAMF, tenus gratuitement à la disposition du public au siège social de l'Initiateur, de la Société, et des Etablissements Présentateurs, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre Publique de Retrait. Ces documents seront également disponibles sur les sites Internet de l'AMF, de Vivendi et de Havas.

Conformément aux articles 231-27 et 231-28 du RGAMF, un communiqué de presse précisant les modalités de mise à disposition de ces documents sera par ailleurs diffusé par l'Initiateur et la Société au plus tard le deuxième jour de négociation suivant la décision de conformité de l'AMF s'agissant de la note d'information conjointe et au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre Publique de Retrait s'agissant des documents « Autres Informations » relatifs aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur et de la Société. Ce communiqué sera mis en ligne sur les sites Internet de Vivendi ([www.vivendi.com](http://www.vivendi.com)) et de Havas ([www.havasgroup.fr](http://www.havasgroup.fr)).

Préalablement à l'ouverture de l'Offre Publique de Retrait, l'AMF publiera un avis d'ouverture et de calendrier de l'Offre, et Euronext Paris publiera un avis rappelant la teneur de l'Offre et annonçant le calendrier et les principales caractéristiques de l'Offre Publique de Retrait ainsi que les conditions de mise en œuvre du Retrait Obligatoire, en ce compris sa date de prise d'effet.

#### 2.5. Procédure d'apport à l'Offre Publique de Retrait

L'Offre Publique de Retrait sera ouverte pendant une période d'au moins dix (10) jours de négociation, conformément aux dispositions de l'article 236-7 du RGAMF.

L'apport des actions Havas à l'Offre Publique de Retrait s'effectuera par achats sur le marché, le règlement livraison étant effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres, dans un délai de deux jours de négociation après l'exécution de chaque ordre. Les frais de négociation (incluant notamment les frais de courtage, commissions bancaires et la TVA afférente) resteront en totalité à la charge des actionnaires vendeurs, étant précisé que l'indemnisation versée dans le cadre du Retrait Obligatoire sera nette de tous frais. Le membre de marché acheteur agissant pour le compte de l'Initiateur est Natixis.

Les actions Havas apportées à l'Offre Publique de Retrait devront être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement ou autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit au transfert

de leur propriété. L'Initiateur se réserve le droit d'écarter toute action qui ne répondrait pas à cette condition.

Les actionnaires de Havas qui souhaiteraient apporter leurs titres à l'Offre Publique de Retrait dans les conditions proposées devront remettre à l'intermédiaire financier dépositaire de leurs actions (établissement de crédit, entreprise d'investissement, *etc.*) un ordre de vente irrévocable, en utilisant le modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire, au plus tard le jour de la clôture de l'Offre Publique de Retrait.

Les actions Havas détenues sous la forme nominative devront être converties au porteur pour être présentées à l'Offre Publique de Retrait. En conséquence, les intermédiaires financiers teneurs de compte ayant reçu instruction des propriétaires d'actions Havas inscrites en compte nominatif de les apporter à l'Offre Publique de Retrait devront, préalablement à la vente, effectuer la conversion au porteur desdites actions. Il est précisé que la conversion au porteur d'actions inscrites au nominatif pourrait entraîner la perte pour ces actionnaires d'avantages liés à la détention de leurs titres sous la forme nominative.

Le transfert de propriété des actions apportées à l'Offre Publique de Retrait et l'ensemble des droits attachés (en ce compris le droit aux dividendes) interviendra à la date d'inscription en compte de l'Initiateur, conformément aux dispositions de l'article L. 211-17 du Code monétaire et financier. Il est rappelé en tant que de besoin que toute somme due dans le cadre de l'apport des actions à l'Offre Publique de Retrait ne portera pas intérêt et sera payée à la date de règlement-livraison.

Cette Offre et tous les documents y afférents sont soumis au droit français. Tout différent ou litige, de quelque nature que ce soit, se rattachant à la présente Offre sera porté devant les tribunaux compétents.

## 2.6. Retrait Obligatoire et radiation d'Euronext Paris

Conformément aux dispositions des articles 237-1 et 237-10 du RGAMF, à l'issue de l'Offre Publique de Retrait, les actions Havas qui n'auront pas été présentées à l'Offre Publique de Retrait seront transférées à l'Initiateur (quel que soit le pays de résidence du porteur desdites actions) moyennant une indemnisation de 9,25 euros par action Havas, nette de tous frais.

Un avis informant le public du Retrait Obligatoire sera publié par l'Initiateur dans un journal d'annonces légales du lieu du siège social de la Société en application de l'article 237-3 du RGAMF.

Le montant de l'indemnisation sera versé, net de tous frais, à l'issue de l'Offre Publique de Retrait, sur un compte bloqué ouvert à cet effet auprès de Natixis, centralisateur des opérations d'indemnisation. Après la clôture des comptes des affiliés, Natixis, sur présentation des attestations de solde délivrées par Euroclear France, créditera les établissements dépositaires teneurs de comptes du montant de l'indemnisation, à charge pour ces derniers de créditer les comptes des détenteurs des actions Havas de l'indemnité leur revenant.

Conformément à l'article 237-6 du RGAMF, les fonds non affectés correspondant à l'indemnisation des actions Havas dont les ayants droit sont restés inconnus seront conservés par Natixis pendant une durée de dix ans à compter de la date du Retrait Obligatoire et versés à la Caisse des dépôts et consignations à l'expiration de ce délai. Ces fonds seront à la disposition des ayants droit sous réserve de la prescription trentenaire au bénéfice de l'État.

Les actions Havas seront radiées d'Euronext Paris à l'issue de l'Offre Publique de Retrait, à la date à laquelle le Retrait Obligatoire sera mis en œuvre.

## 2.7. Calendrier indicatif de l'Offre

Préalablement à l'ouverture de l'Offre Publique de Retrait, l'AMF publiera un avis d'ouverture et de calendrier de l'Offre, et Euronext Paris publiera un avis rappelant la teneur de l'Offre et annonçant les

caractéristiques et le calendrier de l'Offre Publique de Retrait ainsi que les conditions de mise en œuvre du Retrait Obligatoire, et notamment sa date de prise d'effet.

Un calendrier est proposé ci-dessous à titre indicatif :

Dates	Principales étapes de l'Offre
13 novembre 2017	– Dépôt du projet d'Offre et du projet de note d'information conjointe auprès de l'AMF
14 novembre 2017	– Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites Internet de l'AMF ( <a href="http://www.amf-france.org">www.amf-france.org</a> ), de Vivendi ( <a href="http://www.vivendi.com">www.vivendi.com</a> ) et de Havas ( <a href="http://www.havasgroup.fr">www.havasgroup.fr</a> ) du projet de note d'information conjointe – Diffusion par l'Initiateur et la Société d'un communiqué conjoint de dépôt et de mise à disposition du projet de note d'information conjointe
28 novembre 2017	– Décision de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa de la note d'information conjointe – Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites Internet de l'AMF ( <a href="http://www.amf-france.org">www.amf-france.org</a> ), de Vivendi ( <a href="http://www.vivendi.com">www.vivendi.com</a> ) et de Havas ( <a href="http://www.havasgroup.fr">www.havasgroup.fr</a> ) de la note d'information conjointe visée – Dépôt des documents « Autres informations » de l'Initiateur et de la Société auprès de l'AMF
29 novembre 2017	– Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites Internet de l'AMF ( <a href="http://www.amf-france.org">www.amf-france.org</a> ), de Vivendi ( <a href="http://www.vivendi.com">www.vivendi.com</a> ) et de Havas ( <a href="http://www.havasgroup.fr">www.havasgroup.fr</a> ) des documents « Autres informations » – Diffusion par l'Initiateur et la Société d'un communiqué conjoint de mise à disposition de la note d'information conjointe visée par l'AMF et des documents « Autres informations »
30 novembre 2017	– Ouverture de l'Offre Publique de Retrait
13 décembre 2017	– Clôture de l'Offre Publique de Retrait
14 décembre 2017	– Suspension de la cotation des actions Havas – Publication par l'AMF de l'avis de résultat de l'Offre Publique de Retrait et de mise en œuvre du Retrait Obligatoire – Mise en œuvre du Retrait Obligatoire et radiation des actions Havas d'Euronext Paris

## 2.8. Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

L'Offre est faite exclusivement en France.

Aucun document relatif à l'Offre n'est destiné à être diffusé dans les pays autres que la France. L'Offre n'est pas ouverte et n'a pas été soumise au contrôle et/ou à l'autorisation d'une quelconque autorité réglementaire autre que l'AMF et aucune démarche ne sera effectuée en ce sens.

La présente note d'information conjointe 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. 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.

L'Offre n'est pas faite à des personnes soumises à de telles restrictions, directement ou indirectement, et ne pourra d'aucune façon faire l'objet d'une acceptation depuis un pays dans lequel l'Offre fait l'objet de restrictions.

*La présente note d'information n'est pas destinée à être diffusée aux Etats-Unis d'Amérique ou dans tout autre pays que la France.*

Les personnes venant à entrer en possession de la présente note d'information conjointe 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. L'Initiateur et la Société déclinent toute responsabilité en cas de violation par toute personne des restrictions légales ou réglementaires applicables.

### *Etats-Unis d'Amérique*

Aucun document relatif à l'Offre, y compris la présente note d'information conjointe, ne constitue une extension de l'Offre aux Etats-Unis et l'Offre n'est pas faite, directement ou indirectement, aux Etats-Unis, à des personnes ayant résidence aux Etats-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 Etats-Unis ou par l'intermédiaire des services d'une bourse de valeurs des Etats-Unis. En conséquence, aucun exemplaire ou copie de la présente note d'information conjointe, et aucun autre document relatif à la présente note d'information conjointe ou à l'Offre, ne pourra être envoyé par courrier, ni communiqué et diffusé par un intermédiaire ou toute autre personne aux Etats-Unis de quelque manière que ce soit. Aucun actionnaire de la Société 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 Etats-Unis de copie de la présente note d'information conjointe ou de tout autre document relatif à l'Offre, et qu'il n'a pas envoyé de tels documents aux Etats-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 Etats-Unis en relation avec l'Offre, (iv) qu'il n'était pas sur le territoire des Etats-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 Etats-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.

La présente note d'information conjointe ne constitue ni une offre d'achat ou de vente ni une sollicitation d'un ordre d'achat ou de vente de valeurs mobilières aux Etats-Unis et n'a pas été soumis à la *Securities and Exchange Commission* des Etats-Unis.

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

## 2.9. Coût et financement de l'Offre

### *2.9.1. Frais liés à l'Offre*

Le montant global de tous les frais, coûts et dépenses externes exposés par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre, en ce compris notamment les honoraires et autres frais de conseils externes, financiers, juridiques, comptables ainsi que des experts et autres consultants, les frais de publicité et de communication, est estimé à environ 1,5 million d'euros (hors TVA).

### *2.9.2. Mode de financement de l'Offre*

L'acquisition par l'Initiateur de l'intégralité des actions Havas visées par l'Offre représenterait, sur la base du Prix de l'Offre, un montant maximal de 150.601.155,50 euros (hors frais divers et commissions).

Ce montant sera financé par la trésorerie consolidée de Vivendi.

## 2.10. Frais de courtage et rémunération des intermédiaires

Aucun frais ne sera remboursé ni aucune commission ne sera versée par l'Initiateur à un porteur qui apporterait ses actions à l'Offre Publique de Retrait, ou à un quelconque intermédiaire ou à une quelconque personne sollicitant l'apport d'actions à l'Offre Publique de Retrait.

## 2.11. Régime fiscal de l'Offre

En l'état actuel de la législation française et de la réglementation en vigueur, les considérations suivantes résument les conséquences fiscales susceptibles de s'appliquer aux actionnaires qui participeront à l'Offre.

L'attention de ceux-ci est néanmoins attirée sur le fait que ces informations ne constituent qu'un simple résumé, donné à titre d'information générale, du régime fiscal applicable en vertu de la législation en vigueur.

Les règles dont il est fait mention ci-après sont susceptibles d'être affectées par d'éventuelles modifications législatives et réglementaires qui pourraient avoir des effets rétroactifs ou s'appliquer à l'année ou à l'exercice en cours au jour de l'Offre, et doivent s'entendre dans l'interprétation qui leur est donnée par l'administration fiscale française dans sa doctrine en vigueur au jour de l'Offre.

Les informations fiscales ci-dessous restent générales et ne peuvent constituer une description exhaustive de l'ensemble des effets fiscaux des opérations réalisées par les actionnaires qui participeront à l'Offre.

Ceux-ci sont donc invités à s'informer, auprès de leur conseiller fiscal habituel, du régime fiscal applicable à leur situation particulière.

Les personnes n'ayant pas leur résidence fiscale en France doivent se conformer à la législation fiscale en vigueur dans leur Etat de résidence ainsi qu'aux dispositions qui leur seraient applicables en France, en tenant compte, le cas échéant, des règles prévues par la convention fiscale signée entre la France et leur Etat de résidence.

### *2.11.1. Actionnaires personnes physiques résidents fiscaux de France agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et ne réalisant pas d'opérations de bourse à titre habituel*

Les personnes physiques qui réaliseraient des opérations de bourse dans des conditions analogues à celles qui caractérisent une activité exercée à titre professionnel pour ce type d'opérations sont invitées à s'assurer, auprès de leur conseiller fiscal habituel, de la fiscalité s'appliquant à leur cas particulier.

#### **(a) Régime de droit commun**

##### *(i) Impôt sur le revenu des personnes physiques*

En application des dispositions des articles 150-0 A et suivants et 200 A du Code Général des Impôts (« CGI »), les gains nets de cessions des valeurs mobilières et droits assimilés réalisés par des personnes physiques sont, sauf exception, pris en compte pour la détermination du revenu net global soumis au barème progressif de l'impôt sur le revenu après application, s'agissant des actions, d'un abattement pour durée de détention de droit commun prévu à l'article 150-0 D 1 ter du CGI, égal à :

- a) 50% de leur montant lorsque les actions sont détenues depuis au moins deux ans et moins de huit ans, à la date de la cession ;
- b) 65% de leur montant lorsque les actions sont détenues depuis au moins huit ans à la date de la cession.



*La présente note d'information n'est pas destinée à être diffusée aux Etats-Unis d'Amérique ou dans tout autre pays que la France.*

Sauf exception, la durée de détention est décomptée à partir de la date de souscription ou d'acquisition des actions cédées.

Les personnes disposant de moins-values nettes reportables, ou ayant réalisé des moins-values au cours de l'année de l'Offre, ou réalisant une moins-value lors de la cession des actions dans le cadre de l'Offre, sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel pour étudier les conditions d'imputation de ces moins-values.

L'apport des actions à l'Offre aura pour effet de mettre fin à tout report ou sursis d'imposition de plus-values dont auraient pu bénéficier les actionnaires dans le cadre d'opérations antérieures à raison des mêmes actions apportées à l'Offre.

*(ii) Prélèvements sociaux*

A la date de l'Offre, les gains nets de cession d'actions sont également soumis, avant application de l'abattement pour durée de détention rappelé ci-dessus, aux prélèvements sociaux au taux global de 15,5% répartis comme suit :

- la contribution sociale généralisée (« **CSG** »), au taux de 8,2% ;
- la contribution pour le remboursement de la dette sociale (« **CRDS** »), au taux de 0,5% ;
- le prélèvement social, au taux de 4,5% ;
- la contribution additionnelle au prélèvement social, au taux de 0,3% ; et
- le prélèvement de solidarité, au taux de 2%.

Hormis la CSG, déductible à hauteur de 5,1% du revenu global imposable l'année de son paiement, ces prélèvements sociaux ne sont pas déductibles du revenu imposable.

*(iii) Contribution exceptionnelle sur les hauts revenus*

L'article 223 *sexies* du CGI institue à la charge des contribuables passibles de l'impôt sur le revenu une contribution exceptionnelle sur les hauts revenus applicable lorsque le revenu fiscal de référence du contribuable concerné excède certaines limites.

Cette contribution est calculée en appliquant un taux de :

- 3% à la fraction du revenu fiscal de référence comprise entre 250.001 euros et 500.000 euros pour les contribuables célibataires, veufs, séparés ou divorcés, et à la fraction de revenu fiscal de référence comprise entre 500.001 euros et 1.000.000 d'euros pour les contribuables, mariés ou pacsés, soumis à imposition commune ;
- 4% à la fraction du revenu fiscal de référence supérieure à 500.000 euros pour les contribuables célibataires, veufs, séparés ou divorcés, et à la fraction de revenu fiscal de référence supérieure à 1.000.000 d'euros pour les contribuables, mariés ou pacsés, soumis à imposition commune.

Le revenu fiscal de référence du foyer fiscal auquel il est fait mention ci-dessus est défini conformément aux dispositions du 1° du IV de l'article 1417 du CGI, sans application des règles de quotient définies à l'article 163-0 A du CGI. Le revenu de référence visé comprend notamment les gains nets de cession des actions réalisés par les contribuables concernés, ce avant application de tout abattement pour une durée de détention.

**(b) Actions détenues au sein d'un plan d'épargne en actions (« PEA »)**

Les personnes qui détiennent des actions de la Société dans le cadre d'un PEA pourront participer à l'Offre.

Le PEA ouvre droit, sous certaines conditions, (i) pendant la durée du PEA, à une exonération d'impôt sur le revenu et de prélèvements sociaux à raison des produits et des plus-values générés par les placements effectués dans le cadre du PEA, sous réserve que ces produits et plus-values demeurent investis dans le PEA et (ii) au moment de la clôture du PEA (si elle intervient plus de cinq ans après la date d'ouverture du PEA, y compris du fait d'un retrait partiel intervenant après cinq ans et avant huit ans) ou lors d'un retrait partiel des fonds du PEA (si un tel retrait intervient plus de huit ans après la date d'ouverture du PEA), à une exonération d'impôt sur le revenu à raison du gain net réalisé depuis l'ouverture du plan, ledit gain net demeurant cependant soumis aux prélèvements sociaux décrits ci-avant, à un taux global susceptible de varier selon la date à laquelle ce gain a été acquis ou constaté.

Des dispositions particulières, non décrites dans le cadre de la présente note d'information conjointe, sont applicables en cas de réalisation de moins-values, de clôture du plan avant l'expiration de la cinquième année qui suit l'ouverture du PEA, ou en cas de sortie du PEA sous forme de rente viagère.

Les personnes concernées sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel.

*2.11.2. Actionnaires personnes morales soumis à l'impôt sur les sociétés en France*

Les actionnaires visés sont les sociétés et personnes morales françaises soumises à l'impôt sur les sociétés en France, et les personnes morales de droit étranger soumises à l'impôt sur les sociétés en France.

Selon la nature comptable et fiscale des titres et les conditions de leur inscription en portefeuille chez l'actionnaire, ainsi que selon leur durée de détention, les plus ou moins-values réalisées à l'occasion de la cession des actions dans le cadre de l'Offre seront qualifiées fiscalement à court terme ou à long terme.

Qualifiées à court terme, les plus-values seront comprises dans le résultat soumis à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun de 33,1/3%, majoré de la contribution sociale de 3,3% (article 235 *ter* ZC du CGI), ainsi que de toute contribution exceptionnelle qui viendrait à grever les résultats des opérations réalisées au titre de l'exercice de l'Offre. Les moins-values seront déductibles fiscalement de l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun.

Qualifiées à long terme, les plus-values ne seront pas imposables, sous réserve de l'imposition d'une quote-part de frais et charges de 12% prévue par les dispositions de l'article 219 I-a *quinquies* du CGI alinéa 2. Les moins-values ne viendront pas en déduction des résultats imposables au taux normal à l'impôt sur les sociétés.

Enfin, l'apport des actions à l'Offre mettra fin au report ou sursis d'imposition dont auraient pu bénéficier les actionnaires personnes morales dans le cadre d'opérations antérieures.

Compte tenu de la grande diversité possible des situations particulières, les actionnaires personnes morales sont invitées à se rapprocher de leur conseiller fiscal habituel pour définir le régime d'imposition qui leur sera applicable.

*2.11.3. Actionnaires non-résidents fiscaux français*

Les actionnaires non-résidents fiscaux français sont invités à étudier leur situation fiscale avec leur conseiller fiscal habituel afin notamment de prendre en considération le régime d'imposition applicable

*La présente note d'information n'est pas destinée à être diffusée aux Etats-Unis d'Amérique ou dans tout autre pays que la France.*

en France, celui de leur pays de résidence fiscale, ainsi que les règles prévues par la convention fiscale signée, le cas échéant, entre la France et leur Etat de résidence.

#### 2.11.4. Actionnaires soumis à un régime d'imposition différent

Il est rappelé que les porteurs d'actions soumis à un régime d'imposition autre que ceux visés ci-dessus et qui participent à l'Offre, notamment les actionnaires dont les opérations portant sur des valeurs mobilières dépassent la simple gestion de portefeuille, ou qui ont inscrit leurs actions à l'actif d'un bilan commercial, devront s'informer auprès de leur conseiller fiscal habituel du régime fiscal applicable à leur cas particulier.

### 3. INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE

#### 3.1. Structure et répartition du capital de la Société

Le capital de la Société, d'un montant de 169.222.321,20 euros à la date de la présente note d'information conjointe est divisé en 423.055.803 actions, d'une valeur nominale de 0,40 euro chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie.

A la date de la présente note d'information conjointe et à la connaissance de la Société, la répartition du capital social et des droits de vote de la Société est la suivante :

Actionnaires	Situation en capital		Situation en droits de vote théoriques	
	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% de droits de vote
Vivendi	406.774.597	96,15%	406.774.597	96,14%
Autocontrôle Havas <sup>(*)</sup>	10	ns	10	ns
Public	16.281.196	3,85%	16.345.289	3,86%
<b>TOTAL</b>	<b>423.055.803</b>	<b>100%</b>	<b>423.119.896</b>	<b>100%</b>

(\*) Société Financière de Longchamp (5 actions) et Longchamp Participations (5 actions), sociétés contrôlées par la Société.

Il n'existe aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société, en dehors des Actions Gratuites et de Performance.

#### 3.2. Restrictions à l'exercice du droit de vote et aux transferts d'actions

Il n'existe pas de restrictions statutaires ou de nature conventionnelle relatives à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions de la Société.

Conformément aux articles L. 233-7 et suivants du Code de commerce, toute personne physique ou morale, agissant seule ou de concert, qui vient à franchir à la hausse ou à la baisse les seuils prévus par ces articles doit informer la Société du nombre total d'actions qu'elle possède, dans les délais et conditions prévus par les dispositions légales et réglementaires. Elle doit en informer également l'AMF dans les conditions prévues par lesdits articles.

En cas de non-respect de cette obligation d'information, l'actionnaire sera, dans les conditions et limites définies par le Code de commerce, privé du droit de vote afférent aux titres dépassant le seuil considéré.

L'article 11 des statuts de la Société impose par ailleurs une obligation de déclaration de franchissement de seuil statutaire. En vertu de l'article 11 des statuts, toute personne qui détient ou vient à posséder, directement ou indirectement par l'intermédiaire de sociétés qu'elle contrôle au sens de l'article L. 233-

3 du Code de commerce, au moins 2 % du capital ou des droits de vote, est tenue, dans les quinze jours du franchissement de ce seuil, de déclarer à la Société par lettre recommandée avec accusé de réception adressée au siège social le nombre total d'actions qu'elle possède.

Cette déclaration doit également être faite en cas de franchissement de ce seuil à la baisse et doit être renouvelée, dans les conditions ci-dessus, chaque fois qu'un nouveau seuil de 2 % est franchi à la hausse ou à la baisse.

En cas de non-respect de l'obligation d'information mentionnée aux deux alinéas qui précèdent, l'actionnaire sera, dans les conditions et limites définies par le Code de commerce, privé du droit de vote afférent aux titres dépassant le seuil considéré, sur demande d'un ou plusieurs actionnaires détenant 5 % au moins du capital social de la Société.

3.3. Clauses de conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition et portant sur au moins 0,5% du capital ou des droits de vote de Havas (article L. 233-11 du Code de commerce)

Aucune clause de convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions Havas et portant sur au moins 0,5% de son capital ou de ses droits de vote n'a été portée à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce.

Il est précisé que les modalités des mécanismes de liquidité proposés aux titulaires d'Actions Gratuites et de Performance sont décrites à la section 2.3.2 de la présente note d'information conjointe.

3.4. Participations directes ou indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil

A la connaissance de la Société, selon les dernières informations sur les franchissements de seuils communiquées et les déclarations d'opérations en période de préoffre, les actionnaires de la Société détenant plus de 2% de son capital et/ou de ses droits de vote sont indiqués dans le tableau figurant à la section 3.1 ci-avant.

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

Néant.

3.6. Mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

Néant.

3.7. Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote

À la connaissance de la Société, à la date de la présente note d'information conjointe, il n'existe pas d'accord entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions relatives aux transferts d'actions ou à l'exercice du droit de vote.

*La présente note d'information n'est pas destinée à être diffusée aux Etats-Unis d'Amérique ou dans tout autre pays que la France.*

3.8. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration, ainsi qu'à la modification des statuts de la Société

3.8.1. *Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration de la Société*

Les stipulations concernant les organes d'administration et de direction figurent dans le Titre III des statuts de la Société.

En vertu de l'article 15 de ses statuts, la Société est administrée par un conseil d'administration composé de trois membres au moins et de dix-huit membres au plus, sous réserve des dérogations prévues par la loi.

Les membres du conseil d'administration sont nommés pour une durée de trois ans, sous réserve des dispositions relatives à la limite d'âge. Ils sont rééligibles sous la même réserve.

Dès lors que le nombre d'administrateurs ayant dépassé 80 ans est supérieur au tiers des administrateurs en fonction, l'administrateur le plus âgé est réputé démissionnaire d'office. Le mandat de l'administrateur ainsi réputé démissionnaire d'office prendra fin à sa date d'échéance.

Pendant la durée de son mandat, chaque administrateur doit être propriétaire d'une action au moins.

Le Conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la Société et veille à leur mise en œuvre.

Le Conseil d'administration élit parmi ses membres un Président, personne physique, qui organise et dirige les travaux du Conseil d'administration.

3.8.2. *Règles applicables à la modification des statuts de la Société*

Conformément à l'article 28 des statuts de la Société, l'assemblée générale extraordinaire délibère valablement sur toutes modifications statutaires.

L'assemblée générale extraordinaire ne délibère valablement que si les actionnaires présents ou représentés possèdent au moins, sur première convocation, le quart, et, sur deuxième convocation, le cinquième des actions ayant le droit de vote. A défaut de ce dernier quorum, la deuxième assemblée peut être prorogée à une date postérieure de deux mois au plus à celle à laquelle elle avait été convoquée.

L'assemblée générale extraordinaire statue à la majorité des deux tiers des voix dont disposent les actionnaires présents ou représentés.

3.9. Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions

Le Conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la Société et veille à leur mise en œuvre.

Conformément à l'article 16 des statuts de la Société, les délibérations du Conseil d'administration sont prises aux conditions de quorum et de majorité prévues par la loi. En cas de partage des voix, celle du Président de séance est prépondérante.

En dehors des pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi et les statuts, le Conseil d'administration dispose de délégations accordées par l'assemblée générale des actionnaires en matière d'émission ou de rachat de titres, dont le détail est repris ci-après :

*La présente note d'information n'est pas destinée à être diffusée aux Etats-Unis d'Amérique  
ou dans tout autre pays que la France.*

Date de l'assemblée générale	Nature de l'autorisation/délégation	Durée	Montants utilisés	Montant autorisé et plafond global
10 mai 2017 (19 <sup>ème</sup> résolution)	Délégation de compétence au Conseil d'administration pour augmenter le capital social au profit des adhérents à un plan d'épargne d'entreprise avec suppression du droit préférentiel de souscription	26 mois	Néant	3 % maximum du capital social  Plafond doublement limité : d'une part, par un montant maximum cumulé de 3 % pour les autorisations au titre des 19 <sup>ème</sup> et 20 <sup>ème</sup> résolutions et d'autre part par une imputation de ce plafond de 3 % sur le plafond global de 70 millions d'euros prévu à la 17 <sup>e</sup> résolution de l'AG du 10 mai 2016
10 mai 2017 (20 <sup>ème</sup> résolution)	Délégation de compétence à donner au Conseil d'administration pour augmenter le capital social au profit de catégories de bénéficiaires avec suppression du droit préférentiel de souscription dans le cadre d'une opération d'actionnariat salarié	18 mois	Néant	3 % maximum du capital social  Plafond doublement limité : d'une part, par un montant maximum cumulé de 3 % pour les autorisations au titre des 19 <sup>ème</sup> et 20 <sup>ème</sup> résolutions et d'autre part par une imputation de ce plafond de 3 % sur le plafond global de 70 millions d'euros prévu à la 17 <sup>e</sup> résolution de l'AG du 10 mai 2016

<b>Date de l'assemblée générale</b>	<b>Nature de l'autorisation/délégation</b>	<b>Durée</b>	<b>Montants utilisés</b>	<b>Montant autorisé et plafond global</b>
10 mai 2017 (17 <sup>ème</sup> résolution)	Autorisation donnée au Conseil d'administration pour acquérir les actions de la Société	18 mois	Néant	9,53 % maximum du capital social  Dans la limite d'un nombre maximum de 40 millions d'actions
10 mai 2017 (18 <sup>ème</sup> résolution)	Autorisation donnée au Conseil d'administration pour réduire le capital par annulation des actions précédemment rachetées dans le cadre d'un programme de rachat d'actions	26 mois	Néant	10 % du capital social par périodes de 24 mois
10 mai 2016 (17 <sup>ème</sup> résolution)	Délégation de compétence à donner au Conseil d'administration pour décider l'augmentation du capital social, avec maintien du droit préférentiel de souscription, par émission d'actions et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société et pour décider d'émettre des valeurs mobilières donnant droit à l'attribution de titres de créance	26 mois	Néant	Montant nominal maximal d'augmentation de capital : 70 millions d'euros  Montant nominal maximal des titres de créance : 400 millions d'euros
10 mai 2016 (18 <sup>ème</sup> résolution)	Délégation de compétence à donner au Conseil d'administration à l'effet de décider l'augmentation du capital social par incorporation de primes, réserves, bénéfices ou autres	26 mois	Néant	Montant nominal maximal d'augmentation de capital : 70 millions d'euros
10 mai 2016 (19 <sup>ème</sup> résolution)	Délégation de pouvoirs donnée au conseil d'administration pour augmenter le capital social en rémunération d'apports en nature portant sur des titres de capital ou des valeurs mobilières donnant accès au capital	26 mois	Néant	Dans la limite de 10% du capital de la Société à quelque moment que ce soit

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

La présente Offre n'entraîne aucun changement de contrôle de la Société, celui-ci étant d'ores et déjà intervenu lors de l'Acquisition du Bloc et de l'OPAS subséquente.

3.11. Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur mandat ou emploi prend fin en raison d'une offre publique

Il n'existe pas d'accord prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration ou les salariés si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique.

Les accords prévoyant des indemnités pour licenciement à l'initiative de l'employeur sans cause réelle et sérieuse sont présentés en note 5.2.29 des comptes consolidés de la Société (page 111 du Document de Référence 2016 de la Société déposé auprès de l'AMF le 29 mars 2017 sous le numéro D.17-0249). Des indemnités de départ seraient dues par le groupe Havas uniquement dans le cadre de licenciement à l'initiative de l'employeur et hors cas de faute lourde ou grave. Elles concernent pour l'ensemble du groupe une trentaine de cadres et s'élèveraient à un montant global de 16,9 millions d'euros (net d'indemnités de fin de carrière provisionnées par ailleurs).

#### **4. ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX DE L'OFFRE**

Le prix offert par l'Initiateur est de 9,25 euros par action Havas.

Les éléments d'appréciation du Prix de l'Offre figurant ci-dessous ont été préparés par les Etablissements Présentateurs, pour le compte de l'Initiateur. Ces éléments ont été établis sur la base des méthodes usuelles d'évaluation fondées sur les cours de bourse au 11 octobre 2017 (jour de l'annonce de l'Offre<sup>8</sup>), les objectifs de cours des analystes, les multiples boursiers de sociétés comparables et l'actualisation de flux de trésorerie futurs.

Les éléments présentés ci-dessous ont été élaborés sur la base d'informations financières communiquées par la Société ou disponibles sur la base de données publiques, et ont fait l'objet d'une actualisation sur la base des comptes trimestriels au 30 septembre 2017 publiés par la Société<sup>9</sup> et ses comparables<sup>10</sup>. Ces informations n'ont fait l'objet d'aucune vérification indépendante de la part des Etablissements Présentateurs.

Les informations, données chiffrées et analyses figurant dans la présente note d'information conjointe autres que les données historiques reflètent des informations prospectives, des anticipations et des hypothèses impliquant des risques, des incertitudes et d'autres facteurs, à propos desquels il ne peut être donné aucune garantie et qui peuvent conduire à ce que les faits réels ou les résultats diffèrent significativement de ce qui figure dans la présente note d'information conjointe.

4.1. Synthèse – détermination du Prix de l'Offre

Sur la base des éléments de valorisation présentés ci-après, le Prix de l'Offre fait apparaître les primes et décotes suivantes :

---

<sup>8</sup> Etant précisé que cette annonce a eu lieu après bourse.

<sup>9</sup> Ajustements de la valeur des fonds propres à la valeur d'entreprise sur la base de données non publiques, communiquées par la direction financière de Havas.

<sup>10</sup> Multiples boursiers des comparables au 2 novembre 2017.



*La présente note d'information n'est pas destinée à être diffusée aux Etats-Unis d'Amérique  
ou dans tout autre pays que la France.*

	Cours de l'action (€)	Prime offerte par action (%)
<b><u>Cours de l'action</u></b>		
Dernier cours avant l'annonce de l'Offre (11/10/2017)	9.05	2.3%
Moyenne 1 mois pondérée par les volumes	9.20	0.5%
Moyenne 3 mois pondérée par les volumes	9.21	0.4%
Moyenne 6 mois pondérée par les volumes	9.10	1.6%
Moyenne 9 mois pondérée par les volumes	8.94	3.5%
Moyenne 12 mois pondérée par les volumes	8.78	5.4%
Maximum sur les 12 derniers mois	9.27	(0.2%)
Minimum sur les 12 derniers mois	7.02	31.8%
Moyenne pondérée post clôture de l'OPAS (04/10/2017) et pré annonce de l'Offre	9.10	1.7%
Dernier cours avant l'annonce de l'Acquisition du Bloc (11/05/2017) (dividende 2016 détaché)	8.29	11.6%
<b><u>Objectif de cours des analystes</u></b>		
Pré annonce de l'Offre	9.25	n.s.
Pré annonce de l'Acquisition du Bloc (dividende 2016 détaché)	8.92	3.7%
<b><u>Comparables boursiers - 2 novembre 2017 (*)</u></b>		
	5.82	59.1%
<b><u>Actualisation des flux de trésorerie</u></b>		
	8.79	5.2%
<b><u>Référence à l'Acquisition du Bloc, à l'OPAS et aux acquisitions d'actions du 11 octobre 2017</u></b>		
	9.25	n.s.
<b><u>Transactions comparables (à titre illustratif uniquement)</u></b>		
OPE de Bolloré sur Havas (2014)	7.27	27.2%
Autres transactions comparables	9.59	(3.5%)

(\*) Comparables boursiers au 02/11/2017 calculés sur la base (i) des cours et consensus des comparables au 02/11/2017 (ii) d'un passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres au 30/09/2017

Le nombre d'actions d'Havas pris en compte pour l'exercice de valorisation correspond au nombre d'actions composant le capital de la Société sur une base diluée, soit 430,0 millions d'actions comme détaillé en section 4.3.1 ci-dessous.

#### 4.2. Choix des méthodes d'évaluation

Le Prix de l'Offre a été apprécié sur la base d'une approche multicritère reposant sur les méthodes d'évaluation ci-dessous.

#### 4.2.1. Références et méthodes d'évaluation retenues à titre principal

##### **Cours de bourse**

L'action ordinaire Havas est admise aux négociations sur Euronext Paris (Compartiment A) sous le code ISIN FR0000121881 et entre dans la composition du SBF 120.

Les volumes quotidiens échangés s'établissent à environ 236.331 titres en moyenne sur les douze mois précédant l'annonce de l'Acquisition du Bloc. Ils correspondent à une rotation moyenne quotidienne de 0,06% du flottant sur la même période. L'action Havas bénéficiait donc d'une liquidité qui permet de retenir le cours de bourse comme l'un des critères d'appréciation du prix proposé.

##### **Objectif de cours des analystes**

Le titre Havas faisait l'objet d'un suivi régulier par une large communauté d'analystes actions, dont les analystes suivants : Barclays, Citi, CM-CIC Securities, Exane BNP Paribas, Gilbert Dupont, Goldman Sachs, HSBC, Invest Securities, Jefferies, JPMorgan, Kepler Cheuvreux, Liberum, Macquarie, MainFirst Bank, Natixis, Oddo & Cie et Société Générale.

Le consensus des objectifs de cours des analystes suivant Havas a été établi sur la base des rapports publiés i) post publication du premier trimestre 2017 de Havas et avant annonce de l'Acquisition du Bloc : ces rapports prenaient en compte l'évolution de la performance financière sur le premier trimestre 2017 ainsi que les orientations communiquées par la direction d'Havas pour les mois à venir ; et ii) post publication du premier semestre 2017 de Havas et avant l'annonce de l'Offre, ces rapports étant les plus récents.

Les analystes procèdent généralement à une approche multicritères, basée principalement sur les méthodes suivantes :

- les multiples boursiers des sociétés comparables (principalement WPP, IPG, Omnicom, Publicis, et plus rarement Dentsu dont les activités sont concentrées en Asie) ;
- la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie.

Compte tenu de l'importance et de la régularité de la couverture du titre à cette date par les analystes de marché, cette référence d'évaluation est considérée comme pertinente.

##### **Multiples de sociétés cotées comparables**

La méthode d'évaluation par l'analyse des sociétés cotées comparables consiste à appliquer aux agrégats financiers d'Havas les multiples observés sur un échantillon de sociétés cotées comparables intervenant sur le même secteur d'activité.

Cette méthode présente certaines limites, notamment la comparabilité des sociétés de l'échantillon et la fiabilité des estimations des brokers sur les prévisions, dans un contexte (i) d'accélération de la mutation du secteur et (ii) de différenciation des profils de croissance et de rentabilité des sociétés du secteur en raison de mix d'activité différents.

Dans le cadre des travaux de valorisation, les multiples de valeur d'entreprise sur EBITDA, ROC<sup>11</sup> et EBIT ont été retenus. Ces multiples permettent de mesurer les performances opérationnelles des différentes sociétés de l'échantillon. Le multiple de PER a été écarté du fait de la différence de structure financière entre les sociétés de l'échantillon.

---

<sup>11</sup> ROC : Résultat Opérationnel Courant, défini comme le Résultat Opérationnel (EBIT), retraité des éléments exceptionnels.

Les multiples des sociétés comparables ont été calculés sur la base des cours au 2 novembre 2017 et appliqués aux agrégats d'Havas à fin décembre 2018 (N+1) et 2019 (N+2).

### **Actualisation des flux nets de trésorerie futurs**

Cette méthode consiste à déterminer la valeur de l'actif économique de la société (valeur intrinsèque) par actualisation des flux de trésorerie disponibles prévisionnels générés par cet actif. La valeur attribuable aux actionnaires est obtenue en déduisant le montant des éléments de dette de la société à la valeur de l'actif économique.

Cette méthode de valorisation est mise en œuvre en trois temps :

- modélisation de flux de trésorerie disponibles avant frais financiers sur la base d'un plan d'affaires établi par la Société sur la période 2017-2020 ;
- extrapolation du plan d'affaires pour la période 2021-2023 en supposant une convergence linéaire du taux de croissance vers un taux normatif, une convergence linéaire de la marge opérationnelle courante vers un taux normatif correspondant au taux de marge observé historiquement ;
- d'un calcul de valeur terminale basée sur une normalisation des agrégats financiers après 2023.

### **Référence à l'Acquisition du Bloc, à l'OPAS et aux acquisitions d'actions intervenues postérieurement à l'OPAS**

Cette méthode fait référence au prix par action payé par Vivendi le 3 juillet 2017 pour l'Acquisition du Bloc de 59,2% détenu par le Groupe Bolloré dans Havas. Ce prix par action a également été payé dans le cadre de l'acquisition de 35,4% du capital réalisée lors de l'OPAS qui a été ouverte du 21 septembre 2017 au 4 octobre 2017 inclus, et lors de l'acquisition de 1,6% du capital intervenue postérieurement à l'OPAS le 11 octobre 2017.

#### *4.2.2. Méthodes d'évaluation retenues à titre indicatif uniquement*

### **Multiples induits par l'offre publique d'échange initiée par Bolloré (2014)**

La méthode consiste à évaluer la Société sur la base du multiple d'EBITDA 2015e observé dans le cadre de l'offre publique d'échange initiée par des sociétés du Groupe Bolloré sur le capital de la Société en 2014.

### **Méthode des transactions comparables**

La méthode fondée sur les multiples de transactions comparables consiste à évaluer une société sur la base de multiples observés sur un échantillon de transactions survenues sur des sociétés comparables à la société évaluée.

En l'absence de transactions réellement comparables et pour lesquelles le niveau d'information rendu public serait suffisant, cette approche n'a pas été retenue comme méthode de valorisation principale.

#### *4.2.3. Méthodes d'évaluation écartées*

### **Actif net comptable**

La méthode de l'actif net comptable ne représente pas un critère pertinent d'appréciation du prix proposé : cette référence, fondée sur une valeur historique des actifs et des passifs, est peu pertinente dans la mesure où elle ne tient compte ni de la valeur réelle des actifs, ni des performances futures de la société.

A titre purement informatif, le montant de l'actif net comptable par action<sup>12</sup> s'élève à 4,07€ et 3,95€ au 31 décembre 2016 et au 30 juin 2017 respectivement.

### **Actif net réévalué (ANR)**

La méthode de l'actif net réévalué (ANR) consiste à corriger l'actif net comptable de la société des plus ou moins-values latentes identifiées à l'actif, au passif ou en engagements hors bilan. Cette approche est habituellement utilisée pour la valorisation de holdings diversifiées ou de sociétés détentrices de nombreux actifs - notamment immobiliers ou non utiles à l'exploitation - susceptibles de voir leur valeur historique inscrite au bilan très en deçà ou au-delà de leur valeur de réalisation économique immédiate. Cette méthode présente également un intérêt dans le cadre d'une approche liquidative, après prise en compte des coûts de liquidation. Elle n'est par conséquent pas adaptée au cas présent.

### **Actualisation des flux de dividendes (méthode du « rendement ») :**

Le critère du rendement consiste à évaluer une entreprise sur la base de la valeur actualisée de ses dividendes futurs. Cette méthode n'a pas été retenue car elle dépend des décisions des dirigeants des sociétés en matière de taux de distribution future.

#### **4.3. Informations et données servant de base à l'évaluation**

##### *4.3.1. Nombre total d'actions sur une base entièrement diluée*

Le nombre d'actions retenu dans le cadre des travaux d'appréciation du prix est de 430,0 millions, correspondant au nombre d'actions en circulation au 30 septembre 2017, augmenté de 6,9 millions actions gratuites et de performance. Ces dernières correspondent aux 8,1 millions d'actions gratuites et de performance tel que communiqué par la Société à la date de la présente note d'information conjointe, pondérées d'un taux d'attrition estimé de 15%, lié à la rotation des effectifs ayant pour effet l'annulation de certains instruments dilutifs.

Il n'y a pas d'autres instruments dilutifs (notamment des plans de souscriptions d'actions) en circulation au 30 septembre 2017.

En millions		Commentaires
Nombre total de titres composant le capital	423.1	Nombre d'actions composant le capital selon les indications de la société au 30 septembre 2017
Nombre d'actions d'auto-contrôle	(0.0)	10 actions autodétenues par la société
Actions gratuites et de performance	6.9	8.1 m d'actions référencées au 30/09/2017; hypothèse de 15% d'attrition liée au turnover
Autres instruments dilutifs (stock-options, ...)	-	Au 30 septembre 2017
<b>Nombre dilué d'actions</b>	<b>430.0</b>	

Source : Société

##### *4.3.2. Valeurs d'entreprise et ajustement de valeur des capitaux propres*

Les ajustements présentés ci-dessous (les « **Ajustements de Valeur** ») ont été établis sur la base des comptes consolidés de la Société au 30 juin 2017 et actualisés au 30 septembre 2017 ainsi que d'autres informations fournies par la Société ou estimées par les Etablissements Présentateurs.

<sup>12</sup> Sur la base d'un nombre d'actions entièrement dilué au 30 septembre 2017 de 430,0 million, tel que présenté en 4.3.1.

*La présente note d'information n'est pas destinée à être diffusée aux Etats-Unis d'Amérique ou dans tout autre pays que la France.*

En M€		Commentaires
Intérêts minoritaires	15	Valeur comptable au 30 juin 2017
Dette financière nette	221	Niveau de dette financière nette au 30 septembre 2017
Provisions	100	Provisions pour retraite (au 31 décembre 2016), provisions pour litiges et locaux vacants après impôt normatif (au 30 juin 2017); provisions pour risques fiscaux (au 30 juin 2017)
Dettes liées aux rachats de minoritaires et compléments de prix	153	Obligations de earn-out et buy-out d'intérêts minoritaires actualisées au 30 septembre 2017
Crédits d'impôt	(198)	VAN des crédits d'impôt au 30 septembre 2017
Autres éléments	(108)	Participations mises en équivalence et actifs financiers disponibles à la vente (au 30 juin 2017); ajustment saisonnalité du BFR
<b>Ajustements de la valeur des fonds propres à la valeur d'entreprise</b>	<b>183</b>	

Source : Société

#### 4.4. Références et méthodes d'évaluation retenues à titre principal

##### Cours de bourse

Les cours de référence retenus sont le cours de clôture du 11 octobre 2017, dernier jour de cotation avant l'annonce de l'Offre (étant précisé que l'annonce a eu lieu après bourse).

A titre de référence, le tableau ci-dessous présente les niveaux de cours du titre Havas pour la période suivant la clôture de l'OPAS et précédant l'annonce de l'Offre.

<u>Cours de l'action</u>	Cours de l'action (€)	Prime offerte par action (%)
Dernier cours avant l'annonce de l'Offre (11/10/2017)	9.05	2.3%
Moyenne 1 mois pondérée par les volumes	9.20	0.5%
Moyenne 3 mois pondérée par les volumes	9.21	0.4%
Moyenne 6 mois pondérée par les volumes	9.10	1.6%
Moyenne 9 mois pondérée par les volumes	8.94	3.5%
Moyenne 12 mois pondérée par les volumes	8.78	5.4%
Maximum sur les 12 derniers mois	9.27	(0.2%)
Minimum sur les 12 derniers mois	7.02	31.8%
Moyenne pondérée post clôture de l'OPAS (04/10/2017) et pré annonce de l'Offre	9.10	1.7%

Source : Thomson

Le cours moyen pondéré par les volumes sur une période donnée est défini ici comme le rapport entre d'une part la somme du produit du cours de clôture de chaque séance boursière multiplié par le volume échangé lors de la séance et d'autre part la somme des volumes échangés sur la période considérée.

*La présente note d'information n'est pas destinée à être diffusée aux Etats-Unis d'Amérique ou dans tout autre pays que la France.*

L'offre à 9,25 euros par action extériorise une prime de 2,3% par rapport au cours de bourse du 11 octobre 2017 et de 0,5% par rapport au cours de bourse moyen pondéré du dernier mois précédant l'annonce.

Pour information, le tableau ci-dessous présente les niveaux de cours du titre Havas pour la période précédant l'annonce de l'Acquisition du Bloc.

	Cours de l'action. div. détaché (€)	Prime offerte par action (%)	Cours de l'action. div. attaché (€)	Prime offerte par action (%)
Dernier cours avant l'annonce de l'Acquisition du Bloc (le 11/05/17)	8.29	11.6%	8.47	11.3%
Moyenne 1 mois pondérée par les volumes	8.29	11.5%	8.47	11.3%
Moyenne 3 mois pondérée par les volumes	8.20	12.7%	8.38	12.5%
Moyenne 6 mois pondérée par les volumes	8.04	15.0%	8.22	14.7%
Moyenne 12 mois pondérée par les volumes	7.68	20.5%	7.86	20.0%

Source : Thomson

L'offre à 9,25 euros par action extériorise une prime de 11,6% par rapport au cours de bourse du 11 mai 2017 (dividende détaché) et de 11,5% par rapport au cours de bourse moyen pondéré du dernier mois précédant l'annonce (dividende détaché).

### **Objectif de cours des analystes**

Le tableau ci-dessous résume les objectifs de cours publiés en 2017 par les différents analystes de recherche suivant le titre Havas préalablement à l'annonce de l'Acquisition du Bloc et préalablement à l'annonce de l'Offre.

Analystes	Avant l'annonce de l'Acquisition du Bloc (11/05/2017)		Avant l'annonce de l'Offre (11/10/2017)	
	Recommandation	Objectif de cours (€)	Recommandation	Objectif de cours (€)
Barclays	overweight	9.30	equalweight	9.25
CM - CIC	buy	9.10	neutral	9.10
Exane BNP Paribas	neutral	9.20	neutral	9.30
Gilbert Dupont	buy	10.00	add	9.50
Goldman Sachs	buy/attractive	9.30	neutral/attractive	9.03
HSBC	buy	9.10	hold	9.25
Invest Securities SA	buy	9.10	accept the offer	8.10
J.P. Morgan	neutral	9.20	neutral	9.20
Jefferies	buy	9.90	hold	9.90
Kepler Cheuvreux	hold	9.00	accept the offer	9.25
Liberum	hold	8.60	hold	9.25
Macquarie	neutral	7.50	neutral	9.25
MainFirst Bank AG	outperform	10.00	neutral	9.25
Morgan Stanley	Equalwt/Attractive	8.40	Equalwt/Attractive	9.25

*La présente note d'information n'est pas destinée à être diffusée aux Etats-Unis d'Amérique ou dans tout autre pays que la France.*

Natixis	neutral	8.40	tender	9.25
Oddo & Cie	buy	10.00	neutral	9.25
Societe Generale	hold	8.70	hold	9.25
Médiane		9.10		9.25

Source : Analystes de marché, Thomson

Sur la base de cette analyse, la médiane des objectifs de cours des analystes faisait ressortir un prix de 9,10 euros dividende attaché préalablement à l'annonce de l'Acquisition du Bloc, correspondant à un prix de 8,92 euros dividende détaché. Le prix offert de 9,25 euros extériorise ainsi une prime de 3,7% sur la base de ce critère.

Préalablement à l'annonce de l'Offre, la médiane des objectifs de cours de analystes faisait ressortir un prix de 9,25 euros identique au prix de l'Acquisition du Bloc et de l'OPAS.

### **Multiples de sociétés cotées comparables**

La méthode d'évaluation par l'analyse des sociétés cotées comparables consiste à appliquer aux agrégats financiers d'Havas les multiples observés sur un échantillon de sociétés cotées comparables intervenant sur le même secteur d'activité.

Dans le cadre des travaux de valorisation, les multiples de valeur d'entreprise sur EBITDA, ROC et EBIT ont été retenus. Ces multiples permettent de mesurer les performances opérationnelles des différentes sociétés de l'échantillon et ne sont pas influencés par les différences de structure de capital entre les sociétés.

Les multiples calculés à fin décembre 2018 (N+1) et 2019 (N+2) ont été privilégiés dans la mesure où ces sociétés sont valorisées par le marché principalement sur la base de leur performance future attendue.

L'échantillon de sociétés comparables retenu correspond à des agences de médias et comprend quatre sociétés, européennes ou américaines : Publicis, WPP, Interpublic et Omnicom.

Le groupe japonais Dentsu n'a pas été retenu en raison de sa très forte exposition aux marchés asiatiques.

Pour l'application de la méthode des comparables boursiers, la valeur d'entreprise (VE) est définie comme suit : capitalisation boursière + dernière dette nette financière disponible + intérêts minoritaires (à valeur comptable) + engagements de retraite (nets de la valeur des actifs de couverture) après impôts + montant total des dividendes devant être versés en 2017 au titre de l'exercice 2016 – valeur actualisée de l'utilisation estimée des crédits d'impôts – titres de participation (à valeur comptable) – actifs courants disponibles à la vente.

Les tableaux ci-dessous présentent les multiples moyens observés sur l'échantillon des sociétés comparables calculés sur la base des cours au 2 novembre 2017 :

*La présente note d'information n'est pas destinée à être diffusée aux Etats-Unis d'Amérique ou dans tout autre pays que la France.*

Société 02/11/2017	Cours (dev. loc.)	Capital. (€m)	VE (€m)	VE / EBITDA			VE / (EBIT / ROC)		
				2017e	2018e	2019e	2017e	2018e	2019e
Publicis Groupe	55.32 €	12,726	14,948	8.8x	8.4x	8.1x	9.9x	9.3x	8.9x
WPP	13.22 £	18,271	24,185	8.5x	8.2x	7.9x	9.5x	9.3x	8.9x
Omnicom Group	67.63 \$	13,189	16,706	8.4x	8.1x	7.7x	9.6x	9.1x	8.6x
Interpublic Group	19.45 \$	6,394	7,762	7.5x	7.3x	6.9x	9.4x	9.0x	8.5x
<b>Moyenne</b>				<b>8.3x</b>	<b>8.0x</b>	<b>7.6x</b>	<b>9.6x</b>	<b>9.2x</b>	<b>8.7x</b>
<b>Médiane</b>				<b>8.4x</b>	<b>8.1x</b>	<b>7.8x</b>	<b>9.5x</b>	<b>9.2x</b>	<b>8.8x</b>

Source : Factset

L'application de la moyenne des multiples de l'échantillon aux agrégats financiers de Havas issus du plan d'affaires retenu fait ressortir une valeur par action moyenne de 5,82 euros au 2 novembre 2017.

Le prix offert de 9,25 euros extériorise ainsi une prime moyenne de 59.1% au 2 novembre 2017 sur ces bases.

### **Actualisation des flux nets de trésorerie futurs**

La méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs (« DCF ») consiste à déterminer la valeur d'entreprise de la Société à partir de l'actualisation des cash-flows futurs qu'elle est susceptible de générer. La valeur des capitaux propres de la Société s'obtient en soustrayant les Ajustements de Valeur de la valeur d'entreprise de la Société.

L'évaluation sur la base de l'actualisation des flux de trésorerie futurs a été réalisée au 30 septembre 2017, en utilisant une convention de réception des flux à mi-année.

La mise en œuvre de cette méthode repose sur le plan d'affaires réalisé par le management de la Société.

#### **(a) Présentation des hypothèses retenues dans la construction du plan d'affaires**

- Une croissance moyenne du chiffre d'affaires de 2,0% - 4,0%, avec une croissance à l'infini de 2,0%, en ligne avec les estimations des analystes ;
- Une marge d'EBIT d'environ 14% à moyen-long terme ;
- Un ratio BFR sur revenus constant sur la durée du plan d'affaires ;
- Un taux d'imposition normatif moyen de 33.6% prenant en compte les évolutions fiscales attendues dans les différents pays dans lesquels le groupe réalise ses activités, notamment en France et au Royaume Uni.

#### **(b) Détermination du taux d'actualisation**

Les flux nets de trésorerie ont été actualisés au coût des capitaux investis dans l'actif de l'entreprise, c'est-à-dire au taux de rendement des capitaux exigés par les investisseurs compte tenu du risque intrinsèque de l'activité. Ce taux correspond au coût moyen pondéré du capital.

Compte tenu de la situation financière de trésorerie nette positive de la Société et du faible endettement des comparables boursiers, nous avons retenus un taux d'actualisation égal à notre estimation du taux sur fonds propres, soit 7,8%. Ce taux a été obtenu à partir des hypothèses suivantes :



- un taux sans risque de 1,6% calculé comme une moyenne pondérée des taux des obligations d'état à 10 ans des principaux pays dans lesquels la Société réalise son chiffre d'affaires ;
- une prime de marché de 7,5% correspondant à la moyenne des primes de marché estimées par Natixis, Exane BNP Paribas, Associés en Finance et Bloomberg ;
- un Béta de l'actif de 0,8x, correspondant à la médiane des Bétas désendettés des comparables boursiers ;
- une prime d'illiquidité de 0,1% pour tenir compte de la faible rotation du flottant de la Société.

**(c) Hypothèses de calcul de la valeur terminale**

La valeur terminale a été calculée en utilisant la formule de Gordon Shapiro. Le flux normatif pris en compte pour la détermination de la valeur terminale de la Société a été calculée sur la base d'un taux de croissance à long terme de 2% et une marge d'EBIT d'environ 14%. Ces taux sont cohérents avec les données retenues par les analystes et présentées par la Société dans sa communication financière.

**(d) Valeur de l'action Havas estimée par la méthode d'actualisation des flux de trésorerie**

L'application de la méthode d'actualisation des flux de trésorerie conduit à une valorisation de 8.79 euros par action. Le prix offert de 9,25 euros extériorise ainsi une prime de 5.3%.

		<b>Prix par action (€)</b>				
		<b>Taux d'actualisation</b>				
		<b>7.3%</b>	<b>7.6%</b>	<b>7.80%</b>	<b>8.1%</b>	<b>8.3%</b>
<b>Croissance à l'infini</b>	<b>1,50%</b>	8.87	8.49	8.13	7.80	7.50
	<b>1,75%</b>	9.25	8.83	8.45	8.09	7.77
	<b>2,00%</b>	9.66	9.20	<b>8.79</b>	8.41	8.05
	<b>2,25%</b>	10.11	9.61	9.16	8.75	8.37
	<b>2,50%</b>	10.61	10.06	9.57	9.12	8.70

		<b>Prix par action (€)</b>				
		<b>Sensibilités taux d'imposition</b>				
		<b>32.6%</b>	<b>33.1%</b>	<b>33.6%</b>	<b>34.1%</b>	<b>34.6%</b>
<b>Croissance à l'infini</b>	<b>1,50%</b>	8.22	8.18	8.13	8.09	8.04
	<b>1,75%</b>	8.54	8.49	8.45	8.40	8.35
	<b>2,00%</b>	8.89	8.84	<b>8.79</b>	8.74	8.69
	<b>2,25%</b>	9.27	9.21	9.16	9.11	9.05
	<b>2,50%</b>	9.68	9.62	9.57	9.51	9.46

**Référence à l'Acquisition du Bloc et à l'OPAS**

Cette méthode fait référence au prix par action payé par Vivendi le 3 juillet 2017 pour l'Acquisition du Bloc de 59,2% détenu par le Groupe Bolloré dans Havas. Ce prix par action a également été payé dans le cadre de l'acquisition de 35,4% du capital réalisée lors de l'OPAS qui a été ouverte du 21 septembre 2017 au 4 octobre 2017 inclus, et lors de l'acquisition de 1,6% du capital intervenue postérieurement à l'OPAS le 11 octobre 2017.

*La présente note d'information n'est pas destinée à être diffusée aux Etats-Unis d'Amérique ou dans tout autre pays que la France.*

#### 4.5. Méthodes d'évaluation retenues à titre indicatif uniquement

##### Multiple induit par l'offre publique d'échange de 2014

La méthode est basée sur l'application du multiple d'EBITDA 2015e induit par l'offre publique d'échange réalisée sur les titres d'Havas en 2014. Ce multiple est appliqué à l'EBITDA de l'année en cours d'Havas.

Cette méthode de valorisation conduit à une valeur par action de 7,27 euros : le Prix de l'Offre extériorise une prime de 27,2% sur ces bases.

##### Méthode des transactions comparables

La méthode fondée sur les multiples de transactions comparables consiste à évaluer une société sur la base de ratios d'évaluation observés sur un échantillon de transactions survenues sur des sociétés semblables à la société évaluée. Aucune société cible de l'échantillon ne présente un profil comparable à Havas en matière de taille, nature d'activité ou positionnement géographique.

Date d'annonce	Société cible	Pays	Acquéreur	%	VE 100% (M€)	VE / CA	VE / EBITDA	VE / EBIT	Marge d'EBITDA (%)	Marge d'EBIT (%)
12/05/17	Havas	France	Vivendi	96%	4,098	1.80x	11.7x	12.5x	15.4%	14.5%
17/11/16	Creston	RU	DBAY	72%	85	0.89x	5.7x	7.0x	15.6%	12.8%
08/08/16	Merkle Inc	USA	Dentsu Aegis Network	68%	1,292	3.30x	21.7x	n.s.	15.2%	4.8%
01/02/16	Tapad	USA	Telenor	95%	350	6.65x	n.m.	n.d.	n.d.	n.d.
01/12/15	STW Communications	Australie	WPP	38%	882	1.22x	6.2x	7.1x	19.7%	17.2%
31/07/15	Chime Communications	RU	WPP - Providence	80%	666	1.20x	16.4x	24.6x	7.3%	4.9%
03/11/14	Sapient	USA	Publicis	100%	2,900	2.70x	21.2x	25.4x	12.7%	10.6%
17/10/14	Havas	France	Bolloré	46%	3,089	1.74x	11.0x	13.7x	15.8%	12.8%
11/09/14	Conversant	USA	Alliance Data Systems	100%	1,825	4.12x	10.6x	14.06x	38.8%	29.3%
12/06/14	The Engine Group	RU	Lake Capital	100%	125	0.98x	7.5x	n.d.	13.1%	n.d.
20/09/12	LBI	Pays-Bas	Publicis	100%	441	2.24x	13.8x	18.4x	16.2%	12.2%
12/07/12	Aegis	RU	Dentsu	100%	4,174	2.90x	12.3x	16.7x	23.6%	17.4%
20/06/12	AKQA	RU	WPP	100%	428	2.35x	12.8x	15.0x	18.3%	15.7%
17/05/11	Rosetta	USA	Publicis	100%	407	2.59x	13.6x	15.6x	19.1%	16.6%
16/09/10	Clemenger	Australie	BBDO	27%	392	2.86x	13.8x	18.0x	20.8%	15.9%
29/08/10	Mitchell	Australie	Aegis	100%	255	1.61x	11.1x	13.3x	14.5%	12.1%
Moyenne						2.45x	12.6x	15.5x	17.7%	14.0%
Médiane						2.29x	12.3x	15.0x	15.8%	13.6%
Moyenne (exl. Merkle et Sapient)						2.37x	11.3x	14.7x	18.3%	15.1%
Médiane (exl. Merkle et Sapient)						2.02x	11.7x	14.5x	16.2%	15.1%

L'application de cette méthodologie conduit à une valorisation de 9,59 euros par action, extériorisant une décote de 3,5%.

## 5. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

En application de l'article 261-1, I. et II. du RGAMF, le cabinet Accuracy a été désigné le 19 octobre 2017 par le Conseil d'administration de Havas en qualité d'Expert Indépendant afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Ce rapport, initialement établi le 10 novembre 2017, a fait l'objet d'une actualisation en date du 21 novembre 2017, et est intégralement reproduit ci-après dans sa version actualisée du 21 novembre 2017.

**Expertise Indépendante**  
dans le cadre de l'offre publique de retrait suivie  
d'un retrait obligatoire initiée par *Vivendi* sur les actions *Havas*

**Novembre 2017**

---

Transaction Support & Advisory

---

Forensics, Litigation & Arbitration

---

Valuation & Fairness Opinion

---

Corporate Recovery Services

---

Economics & Business Analysis

---

## Expertise Indépendante dans le cadre de l'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire initiée par *Vivendi* sur les actions *Havas*

*Havas* (« la Société ») est l'un des leaders mondiaux dans le domaine du conseil en publicité et en communication. La Société est cotée sur le compartiment A d'*Euronext Paris*. Avec une capitalisation boursière d'environ 3,9 milliards d'euros à la date des présentes, le groupe *Havas* a réalisé en 2016 un chiffre d'affaires d'environ 2,3 milliards d'euros.

Le 11 mai 2017, *Vivendi* (« l'Initiateur ») a adressé au groupe *Bolloré* (« *Bolloré* ») une lettre d'intention précisant, sans engagement, son souhait d'acquérir le bloc de titres *Havas* qu'il détenait, représentant 59,21% du capital de *Havas*, au prix de 9,25 euros par action (dividende de 0,18 euro par action au titre de l'exercice 2016 détaché), ainsi que son intention, une fois cette acquisition réalisée, de déposer, conformément à la réglementation boursière, une offre publique d'achat simplifiée (« l'OPAs ») visant les actions de *Havas* sans que cette opération ne vise à retirer la Société de la cote. L'acquisition du bloc de titres *Havas* par *Vivendi* a eu lieu le 3 juillet 2017. Le 29 août 2017, *Vivendi* a déposé auprès de l'AMF un projet d'offre au prix de 9,25 euros par action visant la totalité des actions *Havas* existantes qu'il ne détenait pas et *Havas* déposait le 1<sup>er</sup> septembre 2017 un projet de note en réponse intégrant le rapport de l'expert indépendant<sup>1</sup> (« l'Expert »).

Après avoir obtenu 94,59% du capital de *Havas* à la clôture de l'OPAs le 4 octobre 2017, *Vivendi* a reçu une demande de rachat supplémentaire portant sur environ 1,6% du capital de *Havas*. *Vivendi* a décidé de donner suite à cette demande le 11 octobre 2017 et a acquis ce bloc au prix de l'OPAs, soit 9,25 euros par action, portant ainsi sa participation dans *Havas* à 96,15%. Prenant acte de cette situation et notamment du fait que la cotation du titre *Havas* ne présentera plus un niveau de flottant suffisant pour assurer la liquidité du titre, *Vivendi* a annoncé le même jour son intention de mettre en œuvre une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire (« l'Offre », « l'Opération »), au prix de 9,25 euros par action *Havas* (« le Prix d'Offre », « le Prix d'Indemnisation »).

C'est dans ce contexte que *Accuracy* a été mandaté le 19 octobre 2017 par le conseil d'administration de *Havas*, en qualité d'expert indépendant, aux fins de donner son opinion sur le caractère équitable du Prix d'Indemnisation pour les actionnaires minoritaires de *Havas* (ci-après les « Actionnaires Minoritaires »), en application de l'article 261-1 I et II du Règlement Général de l'AMF, et de vérifier que l'Offre ne comporte aucun mécanisme, destiné notamment aux dirigeants de la Société, qui viendrait contrevenir au principe d'égalité de traitement de tous les actionnaires.

Le présent rapport d'expertise est donc une attestation d'équité au sens de l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF, dont les principes d'élaboration sont détaillés dans l'instruction d'application n°2006-08 du 28 septembre 2006 et dans une recommandation n°2006-15 sur l'expertise financière indépendante en date du 28 septembre 2006, modifiée le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010.

Ce rapport est structuré en cinq parties distinctes. La première fournit une présentation synthétique de la société *Accuracy*, des missions d'expertise effectuées au cours des dix-huit derniers mois, ainsi qu'une attestation d'indépendance et une description des diligences effectuées dans le cadre de la présente mission. La deuxième partie s'intéresse au contexte de l'Opération en présentant successivement l'environnement

---

<sup>1</sup> Relevons à cet égard que l'offre se situait dans un contexte particulier dans la mesure où, préalablement à la cession du bloc de contrôle, la société initiatrice, *Vivendi*, et la société cible, *Havas*, étaient dans lesquelles le Groupe *Bolloré* était l'actionnaire de référence. En effet, *Bolloré* est présent au capital de *Vivendi* depuis 2011. Vincent *Bolloré*, Président-Directeur Général du groupe *Bolloré*, est également Président du Conseil de Surveillance de *Vivendi* depuis le 24 juin 2014. Depuis le 26 avril 2017, *Bolloré* intègre globalement *Vivendi* dans ses comptes consolidés.



---

concurrentiel actuel de la Société, les effets attendus du regroupement *Havas-Vivendi* pour conclure sur les conditions d'équité de l'Opération. La troisième partie détaille les travaux d'évaluation réalisés pour estimer la valeur des titres *Havas* dans le strict respect de l'approche multicritères recommandée par les autorités de marché en pareilles circonstances. La quatrième partie expose nos commentaires sur le rapport d'évaluation élaboré par *Natixis* et *BNP Paribas*, banques présentatrices de l'Offre (« les Banques »). La cinquième et dernière partie présente nos conclusions sur le caractère équitable du Prix d'Indemnisation pour les Actionnaires Minoritaires de *Havas*.

---

# 1. Présentation d'Accuracy et des principales diligences effectuées

## 1.1. Présentation d'Accuracy

Accuracy est une société de conseil en finance d'entreprise détenue en totalité par ses Associés. Implantée en Europe, Amérique du Nord (Canada) et en Asie du Sud-Est (Inde et Singapour), Accuracy propose une large palette de solutions « sur-mesure » en finance d'entreprise dans les cinq domaines suivants : support aux transactions, support aux contentieux, redressement d'entreprises, analyses de marché et évaluations financières.

Forte d'une équipe de plus de 300 consultants (dont plus de 150 à Paris), Accuracy dispose d'une grande expérience dans l'évaluation d'activités et d'entreprises, ainsi que dans l'évaluation d'instruments financiers complexes (*management package*, options, actions de préférence, etc.).

Au cours des dix-huit derniers mois, Accuracy a réalisé les missions d'expertise indépendante suivantes portant sur des sociétés cotées.

### Attestations d'équité réalisées par Accuracy depuis 18 mois

Date	Cible	Initiateur	Type d'opération	Banque présentatrice
sept.-16	SFR Group	Altice	Offre publique d'échange	BNP Paribas, JP Morgan
sept.-16	Alcatel-Lucent	Nokia	Offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire	Société générale

Accuracy n'a adhéré à aucune des deux associations professionnelles agréées par l'AMF en application de l'article 263-1 de son Règlement général, estimant que la taille de la société, le large éventail de compétences dont elle dispose en matière d'analyse et d'évaluation financières et les procédures mises en œuvre en interne garantissent le contrôle qualité préalable, à la fois exigeant et indépendant, requis par ce type de mission.

## 1.2. Personnel associé à la réalisation de la mission

La présente mission a été dirigée conjointement par Bruno Husson et Henri Philippe, Associés d'Accuracy.

Depuis le premier retrait obligatoire en septembre 1994, Bruno Husson est intervenu à plus de quatre-vingt-dix reprises en qualité d'expert indépendant pour attester le caractère équitable des conditions financières envisagées pour une opération impliquant les actionnaires minoritaires d'une société cotée en bourse. Bruno Husson est diplômé d'HEC et docteur d'Etat en finance ; il est également Professeur Affilié du Groupe HEC, au sein duquel il enseigne la finance d'entreprise depuis 1977.

Henri Philippe, dispose d'une expérience professionnelle de près de vingt ans dans le domaine de l'évaluation financière et a participé à l'ensemble des opérations citées ci-dessus. Henri Philippe est diplômé de l'ESC Bordeaux, titulaire d'un MBA de la Wake Forest University et d'un doctorat en finance de l'Université Paris-Dauphine ; il est également maître de conférences à l'Ecole Nationale des Ponts & Chaussées, chargé de cours au Groupe HEC et à l'Université Paris-Dauphine.



---

Pour la réalisation de la mission, Bruno Husson et Henri Philippe ont été assistés par Laura Surun, senior manager diplômée d'HEC disposant d'une expérience de plus de neuf ans dans le domaine du conseil financier, et par deux consultants.

### 1.3. Déclaration d'indépendance

En conformité avec l'alinéa II de l'article 261-4 du Règlement général de l'AMF (nouveau titre VI relatif à l'expertise indépendante), *Accuracy* atteste « l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par l'Opération et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement lors de l'exercice de sa mission ».

*Accuracy* considère notamment qu'aucune des missions effectuées au cours des dix-huit derniers mois pour la Société, pour l'Initiateur ou pour *Bolloré* ne la place en situation de conflit d'intérêts, dès lors que ces missions ont représenté moins de 1% de son chiffre d'affaires annuel. Au cours des dix-huit derniers mois, *Accuracy* est ainsi intervenu pour le compte des groupes *Havas* et *Bolloré* et a reçu à ce titre des honoraires d'un montant de 26 300 et 30 000 euros hors taxes, respectivement. *Accuracy* précise en outre qu'il n'a procédé à aucune évaluation des sociétés *Havas* (et *Vivendi*) au cours des dix-huit mois ayant précédé la date de sa désignation dans le cadre de l'Opération.

### 1.4. Rémunération

Le montant des honoraires forfaitaires perçus par *Accuracy* au titre de la présente mission s'élève à 180 000 euros hors taxes.

### 1.5. Diligences effectuées

#### 1.5.1. Programme de travail

*Accuracy* a mis en œuvre le programme de travail suivant :

- analyse du contexte de l'Opération ;
- entretiens avec des dirigeants opérationnels et financiers de *Havas* ;
- entretiens avec des dirigeants de *Vivendi* au sujet des synergies attendues de l'acquisition de *Havas* ;
- entretiens avec des représentants des deux banques-conseil de l'Initiateur, *BNP Paribas* et *Natixis* ;
- analyse de la performance financière historique de la Société et d'un échantillon de sociétés cotées comparables à partir de documents de référence ou rapports annuels de la période récente ;
- analyse de la performance prévisionnelle de la Société fondée sur le jeu de prévisions élaboré par le management de la Société (le « Management ») sur la période 2017-2020 ;
- analyse de la saisonnalité du BFR opérationnel afin de déterminer un niveau de BFR moyen annuel entrant dans l'analyse de la rentabilité prévisionnelle attendue sur l'horizon du jeu de prévisions ;
- analyse de la vie boursière du titre *Havas* comparativement à celle d'un échantillon de sociétés cotées comparables sur la période récente, ainsi que du niveau de suivi par les analystes financiers ;
- examen critique des références d'évaluation (directes ou indirectes) représentées par les cours boursiers du titre *Havas* et les prix cibles (*target prices*) des analystes financiers ;

- 
- évaluation du titre *Havas* intégrant les perspectives de développement du portefeuille d'activités, selon une approche multicritères comprenant notamment la mise en œuvre de la méthode des flux disponibles actualisés (ou méthode DCF pour *Discounted Cash Flows*) et de la méthode des comparaisons boursières ;
  - dans le cadre de ces deux méthodes, examen approfondi des éléments d'actif et de passif ajoutés ou déduits de la valeur estimée du portefeuille d'activités (ou valeur d'entreprise) pour obtenir la valeur des capitaux propres ;
  - dans le cadre de la méthode DCF, examen attentif des modalités de calcul de la valeur terminale et du taux d'actualisation applicable ;
  - analyse des mécanismes de liquidité éventuellement offerts aux bénéficiaires de plans d'actions gratuites et de performance ;
  - analyse critique du rapport d'évaluation élaboré par les Banques dans le cadre de l'Opération ;
  - rédaction du présent rapport d'expertise.

*Accuracy* considère avoir effectué cette mission en se conformant pleinement au Règlement Général de l'AMF et à ses recommandations sur l'expertise financière indépendante.

### 1.5.2. Calendrier de l'étude

Notre mission s'est déroulée du 19 octobre 2017, date de signature de notre lettre de mission, au 21 novembre 2017, date de signature du présent rapport.

### 1.5.3. Informations utilisées

Nos travaux se sont principalement appuyés sur les informations confidentielles qui nous ont été communiquées par le Management de la Société, à savoir :

- jeu de prévisions élaboré à notre demande par les dirigeants de la Société et couvrant la période 2017-2020 ;
- échéancier d'utilisation des déficits fiscaux reportables couvrant la période 2017-2021 (information au 31 décembre 2016) ;
- certaines informations financières complémentaires présentant un niveau de détail supérieur à celui des annexes des comptes consolidés publics pour certains postes de bilan ;
- suivi mensuel du BFR sur les exercices 2015, 2016 et 2017 afin de déterminer un niveau de BFR moyen sur l'année.

Nous avons également utilisé l'information publique disponible et notamment :

- communiqués de presse de la Société portant sur l'Opération ;
- rapports annuels et semestriels (dont celui du S1 2017) de la Société, ainsi que des principaux acteurs du secteur (y compris les publications de résultats trimestriels du Q3 2017) ;
- note d'information et note en réponse déposées auprès de l'AMF en date du 29 août et du 1<sup>er</sup> septembre 2017 respectivement dans le cadre de l'OPAs, incluant notamment le rapport de l'Expert ;
- projet de note d'information conjointe de l'Offre, en date du 10 novembre 2017 ;
- présentations écrites ou orales faites aux analystes financiers par les dirigeants de la Société ;
- notes sur les titres *Havas* et études sectorielles publiées par les analystes financiers depuis début 2016 ;
- informations de marché diffusées par les bases de données financières *Bloomberg*, *Capital IQ* et *Mergermarket*.



---

#### **1.5.4. Limites de nos travaux**

Nous avons considéré que les informations (de nature comptable et financière) que les dirigeants de la Société *Havas* nous ont communiquées dans le cadre de notre mission étaient fiables et transmises de bonne foi.

Conformément à la définition de notre mission, les éléments de prévision élaborés par les dirigeants de la Société n'ont fait l'objet d'aucune validation ou vérification de notre part. Nous nous sommes néanmoins efforcés d'apprécier le caractère raisonnable de ces données prévisionnelles au regard des performances historiques récentes des différents segments d'activité, des explications orales données par le Management sur leurs perspectives de développement et des performances globales observées sur les sociétés cotées comparables.

Par ailleurs, même s'ils reposent sur une analyse des états financiers historiques et prévisionnels de la Société, nos travaux ne constituent en aucune façon un audit, ni même une revue limitée, de ces états financiers.

---

## 2. Contexte de l'Opération

### 2.1. Un secteur perturbé par le développement du digital

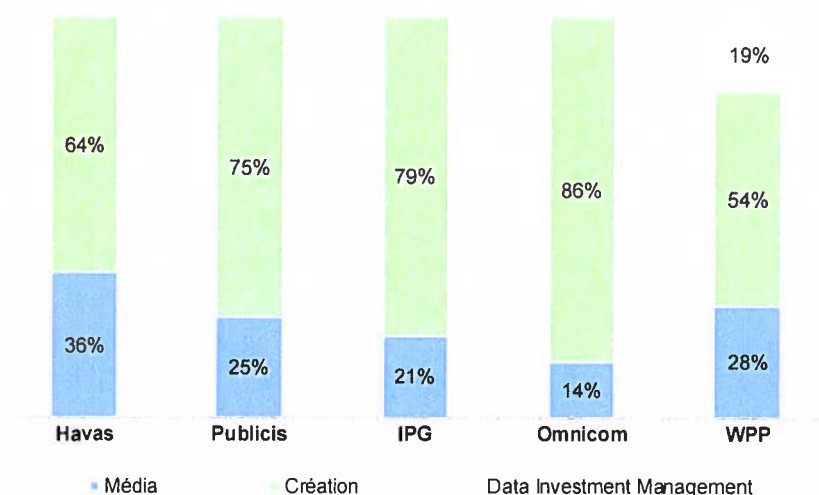
#### 2.1.1. Une pression concurrentielle à son comble ...

Avec un chiffre d'affaires de 2,3 milliards d'euros en 2016, dont 51% réalisés en Europe, 35% aux Etats-Unis et 14% dans le reste du monde, *Havas* se classe parmi les cinq groupes d'agences de communication et publicité d'envergure mondiale (« les Agences »)<sup>2</sup>. Le métier de la Société, qui est de conseiller les annonceurs dans leur stratégie de communication et de publicité de façon à leur garantir le meilleur retour sur investissement (*Return On Investment* ou *ROI*), s'articule autour de deux grandes activités.

- La « Création » (portée par la *business unit Havas Creative Group*) qui regroupe les activités de conseil en communication et marketing au sens large de *Havas* (*brand strategy, brand content, production de contenus, marketing direct, relationnel, promotionnel, interactif...*), et dont le chiffre d'affaires prend principalement la forme d'honoraires.
- L'activité « Média » (portée par la *business unit Havas Media Group*) qui consiste pour l'agence à jouer un rôle d'intermédiaire pour le compte de ses clients dans l'achat d'espaces publicitaires auprès des grands médias traditionnels (TV, presse, affichage...) ou digitaux, afin de leur faire bénéficier des meilleurs tarifs possibles. Le chiffre d'affaires de cette activité prend principalement la forme de commissions proportionnelles à l'investissement média des clients annonceurs.

Le graphique ci-dessous présente la répartition du chiffre d'affaires 2016 entre ces deux activités chez *Havas* et chez quatre autres grands acteurs du secteur. Avec 36% du chiffre d'affaires réalisé par l'activité Média, *Havas* est le groupe dans lequel le poids relatif de cette activité est le plus important.

Répartition du chiffre d'affaires 2016 par activité



Source : WPP - Présentation aux analystes des résultats 2016

---

<sup>2</sup> Les quatre autres acteurs auxquels nous faisons référence sont *Publicis*, *WPP*, *Omnicom* et *Interpublic*. *Dentsu*, acteur de taille équivalente, est quant à lui essentiellement concentré sur le marché japonais.

---

Le métier de *Havas* est centré sur le capital humain, car l'atout-clé d'une agence est sa capacité à attirer et à retenir des talents ayant un fort potentiel créatif ainsi qu'une bonne connaissance des annonceurs. Dans ce secteur, en l'absence de barrière à l'entrée forte qui interdirait de créer une petite agence, les individus les plus entreprenants, à un moment de leur carrière, partent souvent créer et diriger leur propre agence. Les grands du secteur doivent alors attirer ces profils par le biais d'opérations de croissance externe. Au fil du temps, *Havas* a ainsi bâti un réseau mondial grâce à une politique d'acquisitions récurrentes et ciblées d'agences de petite taille<sup>3</sup>. Compte tenu du rôle essentiel de la croissance externe dans le développement, l'activité de *Havas* s'avère donc paradoxalement assez capitalistique.

Au cours des dix dernières années, la transformation digitale de l'économie a engendré de nombreux bouleversements dans le métier des agences, en raison notamment :

- de la multiplication des équipements et canaux de communication possibles entre annonceurs et consommateurs (TV, presse, internet fixe, mobile, tablette...), entraînant une fragmentation croissante de l'investissement publicitaire des annonceurs ;
- de l'essor des technologies d'analyse de données (*data analytics*) permettant un meilleur ciblage du message publicitaire (via « l'achat programmatique » d'espaces publicitaires sur Internet), censé améliorer le ROI des annonceurs.

Si les médias traditionnels représentaient en 2016 encore 66% des investissements publicitaires mondiaux, le digital (Internet fixe et mobile) devrait continuer sur les prochaines années à capter l'essentiel de la croissance des investissements publicitaires et faire ainsi chuter la part de marché des médias traditionnels sous la barre des 60% à l'horizon 2019<sup>4</sup>. Or, conséquence de barrières à l'entrée plus faibles dans le digital que dans les médias traditionnels, la concurrence sur le marché du conseil en communication et publicité s'est considérablement élargie au-delà du cercle des grandes agences, et l'écosystème de la publicité digitale est devenu extrêmement complexe puisqu'il regroupe une multitude d'acteurs tels que des géants d'Internet (les « GAFAs »<sup>5</sup>), des sociétés technologiques (éditeurs de logiciels, *ad techs*...), des sociétés de conseil IT et des agences.

Face à de tels bouleversements, bon nombre d'analystes financiers s'interrogent d'ailleurs sur la pérennité du modèle économique des agences traditionnelles face à l'émergence de ces nouveaux acteurs. Ces derniers pourraient en effet renverser les grands équilibres dans la répartition de la valeur au sein de l'industrie du marketing, du média et de la publicité et provoquer un phénomène de « désintermédiation » des investissements publicitaires – notamment digitaux – au détriment des agences. A cet égard, les principales menaces relevées par les analystes émanent :

- des GAFAs, qui recherchent d'une façon générale une relation directe avec les annonceurs (sans l'intermédiaire d'une agence) et restreignent ainsi l'accès à leurs plateformes et aux données qu'ils collectent auprès de leurs abonnés/utilisateurs via la création d'« environnements fermés », étant précisé que ces acteurs ont capté 70% de la croissance des investissements publicitaires mondiaux ces dernières années ;
- des grands éditeurs de logiciels, *leaders* sur le segment du CRM (*Customer Relationship Management*), comme *Oracle*, *Salesforce* ou *Adobe*, qui pourraient compléter leur gamme de services et proposer à moyen terme aux annonceurs des solutions technologiques permettant de gérer l'ensemble de leurs fonctions marketing et publicitaire ;
- des sociétés de conseil en IT, comme *Accenture* ou *Capgemini*, qui étendent depuis plusieurs années leurs domaines d'intervention de l'optimisation *business* et achats

---

<sup>3</sup> *Havas* prend en général une participation majoritaire au capital de ces sociétés, les fondateurs et dirigeants actionnaires restant présents au capital et bénéficiaires d'un engagement de rachat de leurs titres quelques années après la cession du contrôle de leur agence.

<sup>4</sup> Source communiqué *ZénithOptimédia* de décembre 2016, tel que mentionné dans le document de référence 2016 de *Havas*.

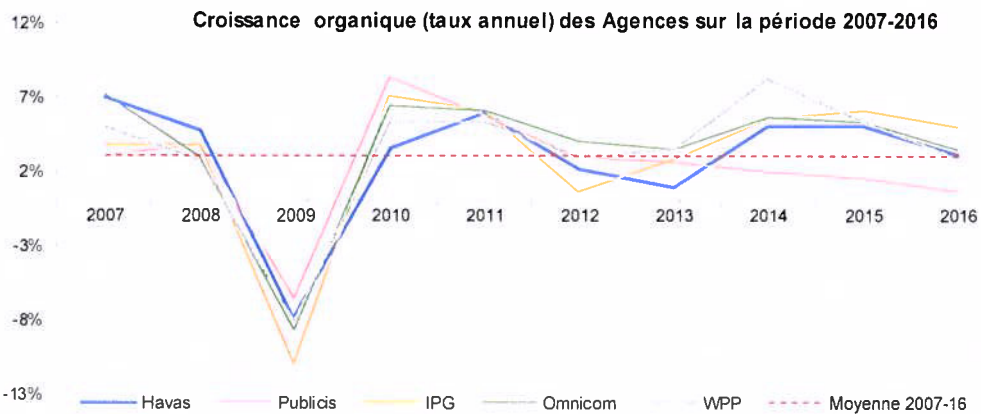
<sup>5</sup> *Google*, *Apple*, *Facebook*, *Amazon*.



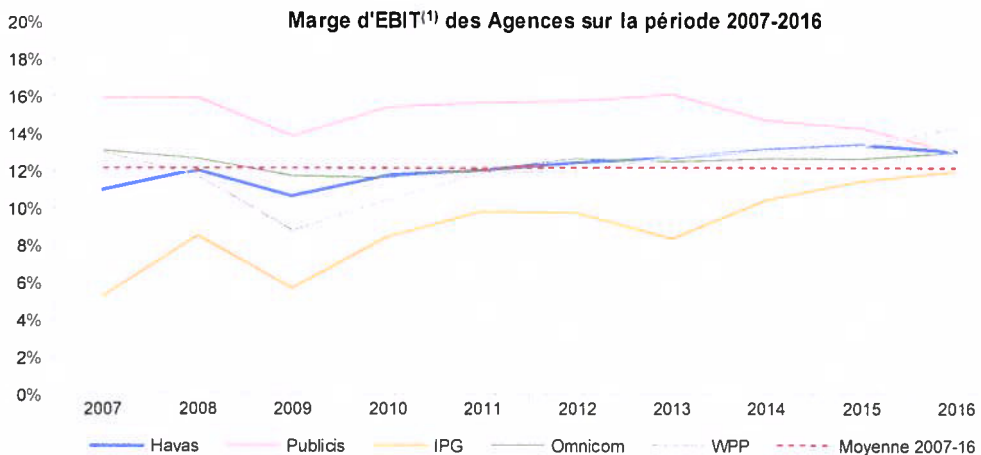
vers l'expérience client au sens large, en profitant de la porosité des frontières entre fonctions IT et marketing engendrée par la transformation digitale des annonceurs ; sociétés de conseil d'ailleurs de plus en plus souvent citées comme des concurrents directs des Agences<sup>6</sup>, aussi bien sur le plan de l'offre de services, que sur celui du recrutement de talents<sup>7</sup>.

### 2.1.2. ... qui devrait pénaliser la croissance organique et les marges des agences à court et moyen terme

Sur les dix dernières années, les Agences ont globalement enregistré de bonnes performances opérationnelles, avec un taux de croissance organique de +3,0% par an en moyenne et une marge d'EBIT moyenne en progression de +1,4 pts entre 2007 (11,7%) et 2016 (13,1%), comme illustré par les deux graphiques ci-dessous.



Sources : WPP - Présentation aux analystes des résultats 2016 et 2016 ; Rapports annuels des Agences



(1) L'EBIT correspond au résultat opérationnel ou à l'operating income/profit tels que figurant dans les comptes consolidés de ces sociétés, à l'exception de l'EBIT 2016 de Publicis qui a été retraité de la dépréciation passée sur l'écart d'acquisition de Sapient

Sources : Rapports annuels 2006-2016 des Agences

<sup>6</sup> Depuis 2016, *Accenture Interactive* (marque digitale du groupe *Accenture*) figure en première position du classement *AdAge* des plus grosses agences de publicité digitale, et en sixième position du classement global des agences devant *Havas*.

<sup>7</sup> A titre d'exemple, le directeur général de la filiale française d'*Accenture Interactive* est un ancien de *WPP*.



---

Le second graphique ci-dessus montre également la convergence des marges d'EBIT des Agences sur la période récente<sup>8</sup>, la marge moyenne sur les deux exercices 2015 et 2016 s'établissant à 13,1% avec un écart-type inférieur à 1,0% (plus bas niveau depuis 10 ans).

Au cours des dernières années, les Agences ont toutes pris le virage de la digitalisation et elles se sont notamment développées sur l'achat programmatique d'espaces publicitaires digitaux (notamment *Havas*, *WPP* et *Publicis*), ce qui a soutenu la croissance et les marges de leur activité Média.

En juin 2016, un rapport d'enquête de l'association américaine des annonceurs (ANA - *Association of National Advertisers*) a dénoncé un manque de transparence de la part des Agences sur les niveaux de marge générés par l'achat d'espaces publicitaires digitaux, lesquels seraient particulièrement élevés en raison de rabais perçus par les Agences et non répercutés à leurs clients. A la suite de ce rapport, l'activité Média des Agences a été particulièrement scrutée par les annonceurs. Au final, cet examen n'a conduit à aucune accusation formelle visant l'un ou l'autre des grands acteurs du secteur, mais il a instauré un climat de méfiance entre les agences et leurs clients annonceurs.

Ce climat défavorable est venu se conjuguer à une conjoncture économique difficile. En effet, dans le contexte actuel de faible croissance économique et compte tenu des bouleversements induits par l'essor de la publicité digitale dont l'audience réelle est finalement difficile à mesurer<sup>9</sup>, les annonceurs étaient déjà particulièrement soucieux de rationaliser leurs achats publicitaires. L'ensemble de ces facteurs a conduit les annonceurs, dans le cadre de leurs appels d'offres pour l'attribution de leur budget média et publicité (« *media reviews* ») dont le rythme s'est accéléré au cours des dernières années, à exiger désormais une transparence totale sur les commissions perçues par les agences dans le cadre de leurs activités d'achat d'espaces, mettant ainsi sous pression le chiffre d'affaires et la marge de l'activité Média.

Encore limités en 2016, les effets de cette pression se font particulièrement sentir depuis le début de l'année 2017, comme en attestent les performances décevantes affichées par la plupart des agences lors de la publication de leurs résultats semestriels (S1) en juillet et août derniers et trimestriels (Q3) fin octobre. A l'exception d'*Omnicom* qui a enregistré un taux de croissance organique de +3,5% en ligne avec celui de 2016, les Agences ont toutes enregistré un taux de croissance organique en net recul, voire négatif, sur les neuf premiers mois de 2017 (*Publicis* : +0,3%, *WPP* : -0,9%, *IPG* : +1,1% et *Havas*<sup>10</sup> : -0,4%). Assez logiquement, les groupes où le poids relatif de l'activité Média est le plus élevé — à savoir *Havas*, *Publicis* et *WPP* — sont les plus impactés. Les marges d'EBIT enregistrées par les Agences sur le S1 2017 sont également inférieures à celles enregistrées sur l'année 2016 (à l'exception d'*Omnicom* qui enregistre une marge d'EBIT en légère progression à 13,2%) : 12,5% pour *Publicis*, 9,8% pour *WPP*, 6,5% pour *IPG* et 9,0% pour *Havas*. Ces baisses de marge ne sont pas uniquement le résultat d'un effet de

---

<sup>8</sup> Cette convergence des marges d'EBIT ne transparait pas réellement à la lecture de la communication financière des Agences et des notes d'analystes financiers, car les Agences ne mettent pas toutes l'accent sur cet agrégat dans leur communication financière. A titre d'exemple, *WPP* communique sur un « PBIT » (c'est-à-dire un EBIT intégrant la quote-part de résultat net des sociétés mises en équivalence) rapporté à un chiffre d'affaires net des coûts directs, ce qui permet au groupe d'afficher des taux de marge nettement plus élevés (par exemple, 17,4% en 2016) que les taux communiqués par les autres Agences et naturellement que les taux historiques intégrés dans le graphique précédent. *Publicis* communique sur une « marge opérationnelle » qui correspond à un EBITA (c'est-à-dire un EBIT retraité des amortissements récurrents relatifs aux éléments de *goodwill* affecté), ce qui le conduit également à afficher des taux de marge plus élevés (15,6% en 2016). Comme on le verra plus loin, le traitement différencié de l'information financière communiquée par les Agences jette un doute sur la pertinence des consensus de résultats opérationnels diffusés par les fournisseurs de données financières (cf. *infra*, section 3.4.1)

<sup>9</sup> Notamment en raison des logiciels *ad-blockers* et des environnements fermés créés par les GAFAs (à titre d'exemple, *Facebook* a récemment reconnu avoir largement surestimé le nombre de vues des vidéos diffusées sur sa plateforme).

<sup>10</sup> Sur le S1 2017, car la Société n'a pas encore publié ses résultats du Q3.

---

saisonnalité de l'activité<sup>11</sup>, et devraient *a priori* se confirmer, dans une plus ou moins grande mesure selon les Agences, sur la totalité de l'exercice 2017.

Dans le contexte de concurrence exacerbée décrit plus haut, tout porte à croire que la baisse des taux de croissance organique et les pressions sur les marges subies par la plupart des Agences au cours des derniers mois, devraient perdurer sur les années à venir.

### **2.1.3. ... et pourrait accélérer les opérations de rapprochement entre acteurs de secteurs adjacents**

Dans cet environnement concurrentiel particulièrement mouvant, les différents acteurs cherchent à asseoir leur position pour préserver leurs marges, et cela se traduit par le biais de rapprochements entre sociétés de secteurs adjacents leur permettant d'élargir ainsi leur palette d'expertises.

Ainsi, certaines Agences ont fait le choix stratégique de renforcer leur expertise dans la technologie, comme *Publicis* avec le rachat de *Sapient* en 2014, ou *WPP* qui a effectué plusieurs acquisitions de taille plus réduite dans ce secteur. A l'inverse, les sociétés de conseil en IT, après avoir multiplié ces dernières années les acquisitions de sociétés spécialisées dans le marketing digital, semblent désormais s'orienter vers des acquisitions dans le domaine de la création. En témoignent l'acquisition de *Karmarama* (troisième plus grosse agence créative indépendante au Royaume-Uni) par *Accenture* en novembre 2016 ou le rachat, par *Deloitte*, de l'agence créative *Heat* basée à San Francisco. Depuis quelques mois, la possibilité d'un rapprochement entre *Publicis* et *Capgemini* ou *Accenture* est régulièrement évoquée par la presse<sup>12</sup> et par les brokers, notamment au vu de la collaboration grandissante qui se noue entre ces groupes<sup>13</sup>. Le rapprochement entre *Havas* et *Vivendi* atteste lui aussi du mouvement de consolidation qui touche le secteur du marketing et de la publicité au sens large, même si, comme nous le verrons dans la partie suivante, cette opération s'inscrit dans une logique différente de celle que nous venons d'évoquer (à savoir une alliance entre technologie et création).

Soulignons que depuis la fusion avortée entre *Publicis* et *Omnicom* en 2014, il n'y a eu aucune opération de fusion-acquisition entre les grandes Agences. Nous ne disposons donc d'aucune référence récente quant au niveau de prime de contrôle susceptible d'être payée lors de l'acquisition d'un tel groupe, ce qui eut été utile dans le cadre de notre mission. Cependant, les acquisitions de sociétés cotées intervenues au cours des dernières années (2014) dans le secteur du marketing digital au sens large (acquisitions de *Sapient* par *Publicis* et de *Conversant* par *Epsilon*) font ressortir des niveaux de prime par rapport au cours de bourse pré-annonce de l'opération de l'ordre de 30% à 40%.

## **2.2. Les effets attendus du regroupement *Havas-Vivendi***

Le rapprochement de *Havas* et *Vivendi* va engendrer un certain nombre d'effets positifs au sein du groupe *Vivendi* (section 2.2.1) et au sein de sa filiale dont il détiendra la totalité du capital à l'issue de l'Opération (section 2.2.2). Ce rapprochement va également apporter au nouveau groupe ainsi formé une plus grande agilité pour capter d'éventuelles opportunités de rapprochement dans un secteur en pleine recomposition (section 2.2.3).

---

<sup>11</sup> Pour certaines agences comme *IPG*, les niveaux de marge observés sur le S1 sont généralement plus bas que ceux enregistrés *in fine* sur l'exercice complet en raison d'une saisonnalité importante du chiffre d'affaires, qui ne se retrouve pas au niveau des coûts (principalement constitués de frais de personnel).

<sup>12</sup> Voir les articles à ce sujet des Echos en date du 4 octobre 2017 et du Figaro en date des 20 et 21 octobre 2017.

<sup>13</sup> En août dernier, l'appel d'offres lancé par le groupe *McDonald's* portant sur un contrat pluriannuel de fourniture de solutions de restauration et de technologies digitales a été remporté par une offre conjointe de *Publicis* (via sa filiale *Sapient*) et *Capgemini*.

---

La combinaison de ces trois effets bénéfiques sera désignée dans la suite du présent rapport par le vocable générique de « Synergies ».

### 2.2.1. Synergies attendues par Vivendi

En tant que sociétés ayant le même actionnaire de référence, *Vivendi* et *Havas* ont développé un certain nombre de collaborations informelles depuis quelques années. La prise de contrôle de *Havas* par *Vivendi* et le retrait des titres *Havas* de la cote devraient accélérer le développement de ces collaborations et les amplifier.

Les synergies anticipées côté *Vivendi* ont été identifiées de façon préliminaire au cours de l'été par son management à partir d'une série d'entretiens avec les principaux dirigeants opérationnels des différents pôles d'activités du groupe. De ce fait, ces synergies se déclinent par entité opérationnelle ; nous en donnons quelques exemples ci-après.

- Universal Music Group (UMG). Grâce au regroupement *Havas-Vivendi*, les artistes *UMG* bénéficieront d'une exposition naturelle auprès des clients de *Havas*. De la même façon, le catalogue d'*UMG*, qui est probablement le plus profond du marché, pourra être mieux exploité par *Havas*. Enfin, *UMG* profitera des compétences de *Havas* en matière de *data analytics*, que ce soit par exemple pour l'analyse des données de *streaming*, ou pour la meilleure mise en valeur des artistes et catalogues d'*UMG* en fonction des canaux de communication.
- Canal+. Tout comme *UMG*, *Canal+* compte bénéficier des compétences de *Havas* en matière d'analyse de données, en particulier pour développer son offre de télévision programmatique (*addressable TV*). Grâce aux compétences d'analyse consommateurs de *Havas*, le groupe espère également réduire son taux d'attrition des abonnés (*churn rate*). Enfin, s'agissant des activités de *Canal+* en Afrique, même si ce marché publicitaire est encore aujourd'hui peu sophistiqué, *Vivendi* pourra utiliser les compétences publicitaires de *Havas*, par exemple pour la promotion des événements sportifs dans une zone en pleine expansion.
- Gameloft. A nouveau, les compétences de *Havas* en matière d'analyse du comportement des consommateurs devraient permettre à *Gameloft* d'innover et de mieux anticiper les attentes de la communauté des joueurs. Dans le même temps, la conception de mini-jeux à visée publicitaire est clairement un axe de développement pour le groupe.
- Dailymotion. La société vient de lancer sa nouvelle plateforme, avec l'appui des équipes *Havas* pour sa conception et son développement. En approfondissant sa collaboration avec *Havas*, *Dailymotion* pourra également améliorer sa stratégie en matière de formats, de contenus, de gestion des publicités (*ad-blockers*) et de canaux de communication.

En synthèse, les synergies attendues par *Vivendi* reposent sur une meilleure valorisation des actifs de *Vivendi* (artistes, catalogues, C+ Afrique, etc.) grâce (i) aux compétences publicitaires de *Havas* et (ii) à l'utilisation de ses savoir-faire en matière de *data analytics*.

### 2.2.2. Synergies attendues par Havas

S'agissant des synergies attendues côté *Havas*, le travail réalisé par les équipes de *Vivendi* est nécessairement moins approfondi à ce stade.

Tout d'abord, d'un point de vue commercial, la plupart des budgets publicitaires de *Vivendi* ont d'ores et déjà été attribués à *Havas*. En revanche, le nouveau statut de *Havas* au sein du groupe *Vivendi* devrait permettre à la Société de bénéficier d'une meilleure connaissance d'un vaste échantillon de consommateurs (musique, jeux, TV, Afrique, etc.). Plus largement, *Havas* pourra valoriser auprès de ses clients, grâce à des équipes transversales, une connaissance pointue des différents segments d'activité dans lesquels *Vivendi* est présent.

---

En outre, *Havas* bénéficiera de l'appui concret du groupe *Vivendi* (logistique, réseaux, etc.) pour se développer dans les pays où il est peu présent (Afrique) ou dans lesquels sa part de marché est modeste (USA, Asie, Amérique Latine).

### **2.2.3. La plus grande agilité du nouveau groupe *Vivendi-Havas* dans un secteur en pleine évolution**

Dernier effet attendu de la sortie de bourse des titres *Havas*, le nouveau groupe *Vivendi-Havas* bénéficiera d'une agilité accrue pour se développer dans le contexte d'un secteur de la publicité en pleine recomposition. Le retrait des titres *Havas* de la cote va ainsi paradoxalement améliorer la liquidité de l'actif détenu par *Vivendi*.

Comme nous l'avons montré plus haut, le secteur de la publicité est en pleine recomposition. Certains acteurs ont adopté une stratégie clairement orientée vers la technologie (*Publicis* avec l'acquisition de *Sapient*), d'autres comme *Vivendi-Havas* ont fait le pari du développement de la création et des contenus. Dans le même temps, au cours des dernières années, aucun nouveau réseau publicitaire d'envergure mondiale n'est apparu, si bien que le secteur de la publicité reste aujourd'hui entre les mains des cinq grands acteurs mondiaux (six en ajoutant le japonais *Dentsu*). Les Agences font donc régulièrement l'objet de rumeurs d'intérêts de la part de sociétés appartenant à l'univers du conseil ou de la technologie.

Dans ce contexte et dans le cas d'un scénario pessimiste, si les synergies attendues du regroupement *Vivendi-Havas* devaient s'avérer décevantes, *Vivendi* pourrait plus aisément et plus rapidement céder sa filiale *Havas*, dès lors qu'il en détiendra à l'issue de l'Opération la totalité du capital.

Plus vraisemblablement, si la stratégie du nouveau groupe *Vivendi-Havas*, orientée vers le développement d'un acteur innovant de la création et du contenu, s'avère payante, alors celui-ci sera en position de force pour participer à la recomposition du secteur via tout type d'opérations (*joint-ventures*, participations croisées...), qu'il pourra entreprendre d'autant plus facilement qu'il détiendra la totalité du capital de sa filiale *Havas*.

## **2.3. Appréciation du caractère équitable du Prix d'Indemnisation**

Comme souligné plus haut, sous réserve de l'avis de conformité délivré par l'AMF, la présente offre débouchera nécessairement sur le retrait obligatoire des titres *Havas* non présentés à l'Offre. Dans ce contexte, le caractère équitable du Prix d'Indemnisation de 9,25 euros proposé par l'Initiateur doit intégrer non seulement la valeur de la Société en *stand-alone* (i.e. avant son regroupement avec le groupe *Vivendi*), mais également une « fraction raisonnable » des Synergies telles que définies précédemment. Dans le cas d'espèce, cette appréciation s'avère relativement délicate en raison de la difficulté d'estimer la valeur de la Société en *stand-alone* et d'approcher la valeur des Synergies.

S'agissant de l'estimation de la valeur de la Société en *stand-alone*, la difficulté de l'exercice réside dans les deux éléments suivants.

- En premier lieu, comme mentionné dans la section précédente, le fait même que *Havas* et *Vivendi* soient de longue date des sociétés ayant le même actionnaire de référence a déjà favorisé un certain nombre de collaborations que le regroupement des deux groupes va démultiplier et amplifier. Autrement dit, le plan d'affaires que le Management avait communiqué à l'Expert et aux Banques dans le cadre de l'OPAs et le jeu de prévisions que ce même Management nous a transmis dans le cadre de la présente Offre (cf. *infra*, section 3.3.1) intègrent déjà une fraction des effets bénéfiques attendus du rapprochement des deux groupes (par exemple, le résultat opérationnel généré par les budgets publicitaires de *Vivendi* attribués à *Havas*).
- En second lieu, nous avons souligné plus haut l'environnement spécifique du secteur de la publicité, l'augmentation corrélative de la pression concurrentielle et ses conséquences sur les mouvements stratégiques opérés par les principaux acteurs du secteur. La décision de regrouper les groupes *Havas* et *Vivendi* en est la parfaite



---

illustration, donnant au nouveau groupe ainsi formé une agilité stratégique fondée sur la création et les contenus, indispensable pour participer à la recombinaison du secteur. Dans un tel contexte où le *statu quo* pourrait se traduire par une dégradation des performances opérationnelles, on ne peut rejeter l'hypothèse que le jeu de prévisions élaboré par le Management de la Société dans le cadre de la présente Offre intègre implicitement une fraction des effets attendus de l'agilité stratégique du groupe *Vivendi-Havas*. Plus encore, comment s'assurer qu'il n'en sera pas de même avec le niveau de marge opérationnelle normative qui sera fixé à moyen terme dans le cadre de la méthode DCF pour estimer la valeur terminale du portefeuille d'activités de la Société ?

Comme on le verra plus loin (cf. *infra*, section 3.3), nous avons estimé la valeur de la Société à l'aide de la méthode DCF en utilisant pour les quatre prochaines années le jeu de prévisions communiqué par le Management et en déterminant la valeur terminale du portefeuille d'activités sur la base d'une marge opérationnelle égale ou légèrement supérieure à la marge opérationnelle affichée au terme du jeu de prévisions du Management. Pour les raisons indiquées ci-dessus, nous sommes dans l'impossibilité de démontrer que la fourchette d'estimations ainsi obtenues pour les titres *Havas* reflète précisément la valeur de la Société en *stand-alone*, mais nous considérons que ces estimations (ci-après désignées « Valeur Intrinsèque » des titres de la Société) n'intègrent vraisemblablement qu'une faible part des synergies que *Havas* attend du regroupement avec *Vivendi*.

S'agissant des Synergies, aucune des trois composantes identifiées à la section précédente ne peut être précisément mesurée à la date du présent rapport, qu'il s'agisse des synergies attendues du côté *Vivendi*, des synergies attendues du côté *Havas* ou encore des effets bénéfiques des scénarios alternatifs qui pourraient intervenir dans un avenir plus ou moins proche grâce à l'agilité accrue du groupe *Vivendi-Havas* dans un secteur de la publicité en pleine évolution. Dès lors, le caractère « raisonnable » de la fraction des Synergies intégrée dans le Prix d'Indemnisation sera apprécié sur la base de la « prime de contrôle » que ce prix fera apparaître par rapport à la Valeur Intrinsèque. Plus précisément, le niveau de cette prime sera comparé au niveau de prime typiquement observé dans des opérations similaires où le contrôle de la société cible par la société acquéreuse permet une réelle création de valeur pour les actionnaires des deux sociétés, tout en gardant à l'esprit que les Actionnaires Minoritaires visés par l'Offre ne supporteront pas, par construction, les risques liés à la matérialisation effective des différentes composantes des Synergies.

Relevons par ailleurs que le Prix d'Indemnisation de 9,25 euros proposé par l'Initiateur est précisément égal au prix que ce dernier avait proposé fin août 2017 dans le cadre de l'OPAs et au prix auquel il a racheté le 11 octobre 2017 un bloc de titres additionnel de 1,6%, franchissant ainsi le seuil de 95% du capital et des droits de vote de la Société. Dès lors, ce Prix d'Indemnisation respecte le principe d'égalité de traitement des actionnaires. Mais surtout, nous considérons que le taux de réponse très élevé enregistré lors de l'OPAs (87% des actionnaires minoritaires de *Havas* visés par l'OPAs ont apporté leurs titres) constitue d'ores et déjà une présomption du caractère équitable du Prix d'Indemnisation. En effet, l'OPAs faisait suite à l'acquisition du contrôle de *Havas* par *Vivendi*, opération qui laisse présager, comme nous l'avons indiqué à la section précédente, de nombreux effets bénéfiques pour les actionnaires des deux groupes. Dans ces conditions, on peut présumer que les actionnaires minoritaires de *Havas* n'auraient pas accepté en masse de céder leurs titres au prix de 9,25 euros s'ils n'avaient pas été convaincus que ce prix intégrait une fraction acceptable de ces effets bénéfiques. Il reste néanmoins à confirmer que le niveau de la prime induit par le Prix d'Indemnisation et la Valeur Intrinsèque est suffisant pour justifier le rachat forcé des titres *Havas* encore détenus par des actionnaires minoritaires à l'issue de l'offre publique de retrait.

Enfin, conformément aux objectifs de notre mission, nous avons examiné les conditions de liquidité accordées dans le cadre de l'Offre aux bénéficiaires de plans d'actions gratuites et de performance non-acquises et destinées à un cercle de dirigeants et de salariés en France et à l'étranger. Les conditions accordées par *Vivendi* dans le cadre de l'Offre, nous semblent conformes aux usages et ne nous paraissent pas remettre en

---

cause l'égalité de traitement entre les Actionnaires Minoritaires et les bénéficiaires des plans d'actions gratuites et de performance émis par *Havas*.

---

## 3. Estimation de la Valeur Intrinsèque des titres *Havas*

La présente section expose les travaux d'évaluation effectués en vue de l'estimation de la Valeur Intrinsèque de *Havas*. Ces travaux d'évaluation ont été réalisés dans le respect d'une approche multicritères. Conformément à la recommandation de l'AMF relative à l'expertise indépendante en date du 28 septembre 2006, cette approche s'est appuyée sur l'analyse des références d'évaluation disponibles et la mise en œuvre des méthodes d'évaluation couramment utilisées dans la vie des affaires.

### 3.1. Estimation de la Valeur Intrinsèque fondée sur les références d'évaluation disponibles

#### 3.1.1. Actif net comptable consolidé

Dans le cas présent, l'actif net comptable par action ne peut être considéré comme une référence pertinente de la Valeur Intrinsèque, notamment parce qu'il n'intègre ni le *goodwill* généré en interne par la croissance et la rentabilité du portefeuille d'activités, ni les plus-values éventuelles susceptibles d'être dégagées par la cession d'actifs non directement nécessaires à l'exploitation courante.

#### 3.1.2. Cours de bourse

Depuis le 11 mai 2017, date d'annonce par *Vivendi* de son intention de prendre le contrôle de *Havas* en acquérant le bloc de titres détenu par le groupe *Bolloré*, le cours de bourse de *Havas* s'est logiquement positionné à un niveau proche du prix d'achat envisagé de 9,25 euros et plus encore depuis le 6 juin 2017, date de réalisation effective de la transaction.

Contrastant avec cette stabilité, les cours de bourse des sociétés du secteur ont enregistré depuis la fin du mois de juillet 2017 de forts mouvements à la baisse sous l'effet de l'annonce de résultats pour le premier semestre en dessous des attentes du marché et, le cas échéant, de la révision en baisse des objectifs de croissance organique et de résultats à court et moyen terme.

Le graphique ci-après présente ainsi une analyse comparée des évolutions (i) du cours de bourse de *Havas*, (ii) de l'indice européen *Stoxx 600* et enfin (iii) d'un indice équilibré des comparables cotés du secteur<sup>14</sup>, sur la période allant du 10 juillet 2017 (soit une date antérieure à l'annonce des résultats du premier semestre 2017) au 2 novembre 2017.

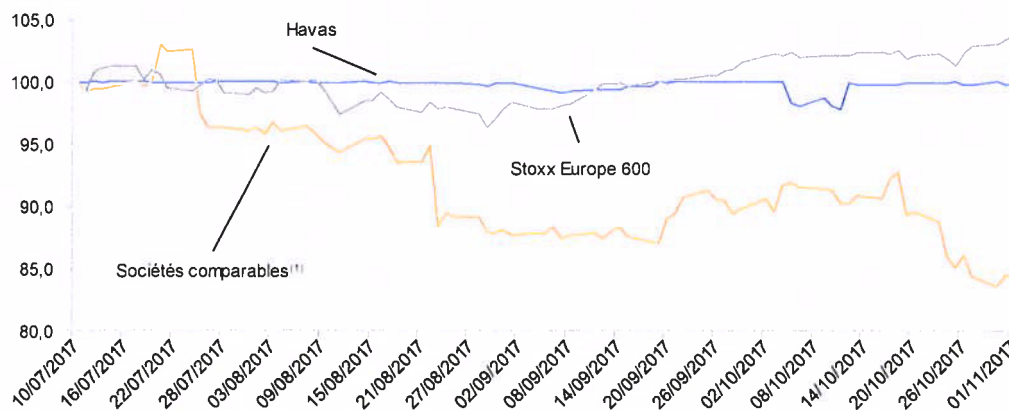
Au cours de cette période de trois mois environ, le marché boursier est resté relativement stable, l'indice européen *Stoxx 600* affichant une hausse de 3,5%. Dans le même temps, le cours de bourse de *Havas* s'est logiquement stabilisé au niveau du prix de l'OPAs. En revanche, l'indice sectoriel montre la nette correction des cours de bourse des sociétés comparables (-16,5% au cours de la période) à la suite des annonces successives de résultats nettement inférieurs aux attentes du marché.

---

<sup>14</sup> *Publicis, WPP, Omnicom et Interpublic - cf. infra, section 3.4.*



### Havas - Evolution du cours de bourse depuis le 10/07/2017



Note : Indice composé de WPP, Publicis, IPG et Omnicom  
Source : Capital IQ

Le 25 juillet 2017, *IPG* a ainsi annoncé des résultats pour le deuxième trimestre 2017 en dessous des attentes des analystes, suivi le 23 août 2017 par *WPP*. Les résultats du troisième trimestre 2017 ont également été décevants pour *Publicis* et *IPG* qui ont présenté respectivement les 19 et 24 octobre 2017 un chiffre d'affaires en recul et une croissance organique inférieure aux attentes. Une semaine plus tard, *WPP* révisait à la baisse pour la troisième fois cette année, ses prévisions de chiffre d'affaires et de marge.

Au total, le cours de bourse de *Havas* ne constitue donc pas une référence pertinente de la Valeur Intrinsèque de la Société, ni sur la période récente en raison des offres successives de *Vivendi* au prix de 9,25 euros par action, ni préalablement à ces offres (i.e. avant le 11 mai 2017) en raison de la dégradation subséquente des performances opérationnelles des sociétés comparables et de la baisse significative de leur cours de bourse.

#### 3.1.3. Prix-cibles des analystes financiers

Depuis le 11 mai 2017, date d'annonce par *Vivendi* de son intention de prendre le contrôle de *Havas* en acquérant le bloc de titres détenu par le groupe *Bolloré*, les analystes n'ont logiquement plus communiqué d'objectif de cours, mais se sont prononcés sur l'opportunité offerte par l'OPAs déposée par *Vivendi*. Dès lors, pour disposer d'un échantillon de prix cible sur le titre *Havas*, il faut nécessairement se situer à une date antérieure au 11 mai 2017. Compte tenu d'une part de l'évolution du cours de bourse des sociétés comparables depuis cette date (cf. *supra*, section précédente), et d'autre part de la baisse des perspectives de résultat de *Havas* attestée par le jeu de prévisions élaboré par le Management dans le contexte de l'Offre (cf. *infra*, section 3.3), nous considérons que les prix cibles des analystes observés avant la date du 11 mai 2017 ne peuvent constituer une référence pertinente de la Valeur Intrinsèque des titres de la Société.

#### 3.1.4. Transactions récentes sur le capital

Trois transactions significatives portant sur les titres *Havas* ont été réalisées sur la période récente à l'initiative de *Vivendi* au prix unique de 9,25 euros : (i) acquisition du bloc de contrôle de 59,2% détenu par le groupe *Bolloré*, (ii) acquisition complémentaire d'un bloc de titres de 35,4% via l'OPAs de septembre dernier, (iii) acquisition d'un dernier bloc d'environ 1,6% après la clôture de l'OPAs.

Comme souligné plus haut (cf. *supra*, section 2.3), ce prix de 9,25 euros ne constitue pas une référence pertinente de la Valeur Intrinsèque de la Société, car il intègre une fraction des Synergies, comme on peut légitimement le supposer au regard du taux de réponse



---

très élevé enregistré lors de l'OPAs et comme le montreront formellement les estimations de la Valeur Intrinsèque issues de la méthode DCF (cf. *infra*, section 3.3.4).

## **3.2. Estimation de la Valeur Intrinsèque fondée sur la mise en œuvre des méthodes d'évaluation usuelles**

### **3.2.1. Une démarche d'évaluation en trois étapes qui écarte toute approche directe de la valeur des capitaux propres**

Pour l'estimation de la Valeur Intrinsèque à l'aide des méthodes d'évaluation usuelles, nous avons adopté une démarche d'évaluation en trois étapes, qui consiste à estimer successivement (i) la valeur du portefeuille d'activités (ou « valeur d'entreprise ») avant prise en compte des effets du regroupement, (ii) la valeur de l'endettement financier net et des actifs/passifs hors exploitation courante, (iii) et enfin, par solde entre ces différentes composantes, la valeur des capitaux propres.

Une telle démarche exclut par construction l'utilisation des méthodes d'évaluation qui visent à déterminer directement la valeur des capitaux propres en une seule étape sans passer par les deux étapes intermédiaires consistant à estimer la valeur d'entreprise et la valeur de l'endettement financier net et des autres éléments d'actif et de passif hors exploitation. A ce titre, ont donc été écartées d'emblée les deux méthodes fondées respectivement sur l'actualisation d'un flux de dividendes futurs (méthode DDM pour *Discounted Dividends Model*) ou sur l'utilisation du multiple de résultat net (méthode du PER pour *Price Earning Ratio*). Ces deux méthodes sont certes fondées sur un plan purement conceptuel, mais dans la pratique, la première s'avère trop rudimentaire pour fournir une estimation fiable de la valeur de groupes multipolaires, tandis que la seconde exige notamment une similitude des structures financières entre la société évaluée et les sociétés cotées comparables rarement rencontrée dans la réalité.

Les méthodes mises en œuvre pour l'évaluation du portefeuille d'activités de *Havas* sont donc les trois méthodes usuellement retenues dans le cadre d'une évaluation multicritères, à savoir la méthode DCF, la méthode des comparaisons boursières et la méthode des transactions comparables. Pour les raisons exposées plus loin (cf. *infra*, sections 3.4 et 3.5), les deux méthodes relevant de l'approche analogique n'ont pu être mises en œuvre de façon satisfaisante pour obtenir des résultats pertinents dans le présent contexte.

Avant de présenter, les résultats de la méthode DCF (cf. *infra*, section 3.3), qui conclut sur la Valeur Intrinsèque du portefeuille d'activités de la Société, nous présentons les deux autres éléments qui permettent d'estimer la Valeur Intrinsèque des titres *Havas*, à savoir l'endettement financier net et les autres actifs et passifs hors exploitation courante (section 3.2.2) et le nombre de titres dilué (section 3.2.3) à la date d'évaluation.

### **3.2.2. Endettement financier net et autres actifs et passifs hors exploitation courante**

L'endettement financier net à soustraire de la valeur d'entreprise pour obtenir la valeur des capitaux propres a été estimé en prenant en compte les éléments listés ci-après. Nos travaux d'évaluation sont fondés sur le dernier bilan consolidé du Groupe *Havas* disponible à la date des présentes, à savoir le bilan arrêté au 30 juin 2017.

#### **Dette financière nette**

La dette financière nette de *Havas* au 30 juin 2017 est principalement constituée de deux emprunts obligataires cotés sur *Euronext Paris*. Nous avons réévalué ces emprunts à leurs valeurs de marché en prenant en compte le nombre d'obligations en circulation au 30 juin 2017 et le prix auquel les obligations s'échangent à la date de rédaction du présent rapport. Les autres postes de bilan constituant la dette financière nette ont été

---

considérés à leur valeur nette comptable telle qu'elle ressort du bilan consolidé au 30 juin 2017.

#### Valeur des engagements de rachat de minoritaires et compléments de prix

Lors de l'acquisition de la plupart de ses participations majoritaires, *Havas* a mis en place des contrats prévoyant le rachat des actions détenues par les actionnaires minoritaires à un prix fondé sur une formule prédéterminée. Dans son bilan consolidé, *Havas* constate une dette correspondant à la valeur actuelle des montants à payer à l'échéance de ces contrats. Cette dette est réévaluée chaque année en appliquant les formules de calcul de prix aux données financières les plus récentes (reposant sur des données réelles et prévisionnelles). Dès lors, nous considérons que le montant constaté au bilan de *Havas* au 30 juin 2017 correspond à la valeur de marché des engagements de rachat de minoritaires.

Par ailleurs, des mécanismes de complément de prix sont généralement prévus par *Havas* lors de l'acquisition de sociétés. Ceux-ci donnent lieu à la constatation d'une dette financière dès lors que les versements sont probables et que les montants peuvent être mesurés de façon fiable. La valeur de ces engagements étant ré-estimée à chaque clôture sur la base des dernières données financières disponibles, nous avons retenu le montant inscrit au bilan de *Havas* au 30 juin 2017.

#### Intérêts minoritaires

Comme expliqué précédemment, l'essentiel des intérêts minoritaires fait l'objet d'engagements de rachat. La constatation de ces engagements en dette financière a pour contrepartie l'élimination des intérêts minoritaires dans les capitaux propres consolidés de la Société. Au 30 juin 2017, la valeur nette comptable des intérêts minoritaires résiduels s'établit ainsi à 15 m€, montant que nous avons retenu dans l'évaluation.

#### Provisions pour retraites

La provision pour retraites et assimilés, nette des actifs de régimes afférents, correspond aux droits acquis par les salariés de *Havas* à date. Comme la charge de désactualisation (« *interest cost* ») liée aux retraites est comptabilisée dans le résultat financier et non dans les frais de personnel (qui incluent le coût des services rendus ou « *service cost* »), cette provision (nette de l'impact fiscal) a été intégrée dans les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres.

Dans le cadre d'une évaluation financière, il convient également de prendre en compte les droits que les salariés acquerront dans le futur. Sur la base des seules informations fournies dans les documents de référence de la Société, nous considérons que la valeur de ces droits futurs est appréhendée à travers le « *service cost* » implicitement pris en compte dans les prévisions de marge opérationnelle et donc dans les *free cash flows* futurs de la Société.

#### Economies d'impôt liées aux déficits fiscaux reportables

Le Management nous a communiqué le montant du stock de déficits fiscaux jugés recouvrables sans limitation de temps (estimé par pays) au 31 décembre 2016. Il s'établit à 846 m€, soit environ 80% du montant total des déficits fiscaux. Pour estimer la valeur actuelle des économies fiscales afférentes, nous nous sommes fondés sur :

- l'échéancier d'utilisation à l'horizon 2021 présenté dans les comptes consolidés de *Havas* au 31 décembre 2016, et sur une hypothèse d'utilisation constante à partir de 2022 ;
- un taux d'impôt estimé sur la base de la répartition du stock de déficits fiscaux par pays et du taux d'impôt en vigueur (en tenant compte de la baisse du taux d'impôt attendue en France à partir de 2020).

### Autres actifs (passifs) hors exploitation

Les autres actifs (passifs) hors exploitation correspondent essentiellement aux provisions pour risques et charges et aux autres actifs financiers.

Les décaissements afférents aux provisions pour risques et locaux vacants (classées en éléments non courants) ne sont pas pris en compte dans les prévisions du Management, le montant de ces provisions (net de leur impact fiscal, le cas échéant) a donc été intégré aux éléments de passifs hors exploitation.

A l'inverse les décaissements afférents aux provisions classées en éléments courants (provisions pour litiges et autres provisions) sont déjà pris en compte dans les flux prévisionnels. Ces éléments ne figurent donc pas dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres.

Les autres actifs financiers non courants recouvrent essentiellement des actifs financiers disponibles à la vente, des titres des sociétés mises en équivalence, et des prêts à long terme et dépôts de garantie.

### Ajustement du BFR

Le BFR de Havas présente une forte saisonnalité essentiellement liée à l'activité Média et à l'accélération des dépenses des annonceurs en fin d'année. Afin de refléter la véritable intensité capitalistique de l'activité dans la détermination des flux prévisionnels générés par l'activité (notamment pour la détermination du flux normatif dans le cadre de la méthode DCF), nous avons ajusté le bilan au 30 juin 2017 de manière à replacer la Société dans une situation « moyenne ». Plus précisément nous avons d'abord déterminé un niveau de BFR opérationnel moyen en jours de chiffre d'affaires sur la base des niveaux moyens observés sur les exercices 2015 et 2016. Ensuite, nous avons ajusté le bilan au 30 juin 2017 en ajoutant simultanément au BFR et à l'endettement financier net un montant égal à la différence entre le BFR comptable au 30 juin 2017 et le BFR moyen estimé à cette date, sur la base du ratio moyen en jours de chiffre d'affaires et du chiffre d'affaires attendu pour 2017.

### Synthèse

Le tableau ci-après fournit une présentation synthétique des éléments pris en compte pour passer de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres.

#### **Havas - Endettement financier net et autres passifs (actifs) hors exploitation**

m€

Emprunts obligataires	520
+ Autres dettes financières externes (emprunts, découverts...)	147
- Trésorerie et équivalents de trésorerie	571
<b>= Dette financière nette</b>	<b>96</b>
Engagements de rachat de minoritaires et compléments de prix	169
+ Provisions pour retraites nettes de l'actif d'impôt associé	72
+ Intérêts minoritaires	15
+ Autres passifs (actifs) hors exploitation	(11)
<i>dont provisions pour risques fiscaux</i>	17
<i>dont provisions pour locaux vacants</i>	6
<i>dont immobilisations financières</i>	(34)
+ Ajustement de saisonnalité du BFR	56
- Actif d'impôt lié aux reports déficitaires	177
<b>= Autres ajustements</b>	<b>124</b>
<b>Endettement financier net et autres ajustements au 30 juin 2017</b>	<b>220</b>

### 3.2.3. Nombre d'actions pris en compte pour le calcul de la valeur de l'action à partir de la valeur estimée des capitaux propres

La détermination du nombre d'actions pris en compte pour estimer la valeur unitaire des actions à partir de la valeur globale des capitaux propres est détaillée dans le tableau ci-après.

Le calcul s'appuie sur le nombre total d'actions émises diminué du nombre d'actions auto-détenues, mais intègre également la dilution potentielle liée aux plans d'actions gratuites et de performance accordés aux dirigeants et salariés de Havas. Celle-ci a été estimée sur la base du nombre d'actions gratuites et de performance restant par plan à fin septembre 2017, et des hypothèses de *turnover* annuel retenues en interne dans les calculs des impacts de la norme IFRS 2 (compris entre 0% et 25% selon les plans). En contrepartie, nous avons annulé la charge attendue sur la période 2017-2020 liée à l'amortissement de ces plans et qui était intégrée dans les prévisions de résultat communiquées par le Management.

Les données utilisées sont les dernières disponibles au moment de nos travaux d'évaluation, soit celles à la fin du mois d'octobre 2017 pour le nombre d'actions en circulation.

Havas - Nombre dilué d'actions	
#	30-oct.-17
Nombre d'actions composant le capital	423 055 803
- Nombre d'actions d'autocontrôle	10
+ Nombre d'actions gratuites et de performance <sup>(1)</sup>	7 573 606
<b>= Nombre dilué d'actions</b>	<b>430 629 399</b>

<sup>(1)</sup> Nombre d'actions intégrant une hypothèse de turnover

Source Déclaration mensuelle du nombre d'actions et de droits de vote du mois de septembre 2017 projet de note d'information conjointe

### 3.3. Estimation de la Valeur Intrinsèque via la méthode DCF

Dans le cadre de l'OPAs, le Management avait transmis à l'Expert et aux Banques un plan d'affaires en *stand-alone* couvrant la période 2017-2020. Ce plan d'affaires avait été élaboré dans le cadre du processus budgétaire de la Société, en suivant une approche *bottom-up*, et à ce titre comportait des comptes de résultat par activité (Média, Création et Siège) et par zone géographique.

Compte tenu du contexte concurrentiel évoqué précédemment et des révisions des objectifs de croissance et de résultat opérées par les sociétés comparables à la suite de la publication des résultats du S1 2017, le Management nous a communiqué une trajectoire révisée de chiffre d'affaires et de résultat opérationnel sur la période 2017-2020 (« jeu de prévisions » du Management). Ce jeu de prévisions, qui nous a été transmis le 26 octobre 2017 dans le cadre de notre mission, n'est pas un plan d'affaires *stricto sensu*, dans la mesure où il ne résulte pas du processus budgétaire usuel *bottom-up* de la Société (le plan d'affaires 2018-2021 est en cours d'élaboration et sera finalisé mi-décembre 2017). Sous réserve des nuances introduites plus haut (cf. *supra*, section 2.3), ce jeu de prévisions n'intègre pas les synergies attendues par Havas du rapprochement avec *Vivendi*.

Il convient de noter que les niveaux de chiffre d'affaires et de marge opérationnelle figurant dans le jeu de prévisions du Management sont inférieurs à ceux qui figuraient dans le plan d'affaires communiqué à l'Expert et aux Banques dans le cadre de l'OPAs, le point bas attendu en 2017 générant cependant sur les années suivantes une croissance bénéficiaire nettement plus forte que celle prévue dans le plan d'affaires.



---

### 3.3.1. Estimation des flux de trésorerie annuels

#### Période couverte par le jeu de prévisions 2017-2020

L'estimation des flux de trésorerie prévisionnels générés par le portefeuille d'activités, sur la période 2017-2020, s'est appuyée sur le jeu de prévisions du Management.

Comme indiqué plus haut, la part de la charge de personnel liée aux plans d'actions gratuites et de performance déjà accordés à fin juin 2017 a été retraitée, l'impact de ces plans sur la valeur des titres étant pris en compte au travers d'un nombre d'actions dilué. Dans le cadre d'une évaluation financière, il convient également de prendre en compte l'impact des mécanismes d'incitation dont les salariés continueront à bénéficier dans le futur, l'existence de ces mécanismes étant inhérente au *business model* de l'agence. La dépense d'exploitation future correspondante a été estimée sur la base des montants annuels observés entre 2014 et 2017.

S'agissant des prévisions de BFR et d'investissement, nous avons retenu les hypothèses suivantes sur la base de nos échanges avec le Management :

- BFR moyen stable en jours de chiffre d'affaires, fondé sur les niveaux moyens mensuels observés sur les exercices 2015 et 2016 (soit - 39 jours de chiffre d'affaires) ;
- Investissements en immobilisations corporelles et incorporelles de 70 m€ en 2017, intégrant la fin du programme d'investissement dans les Villages, portés à 25 m€ les années suivantes ;
- Décaissements relatifs aux opérations de croissance externe cohérents avec les hypothèses de croissance du chiffre d'affaires figurant dans le jeu de prévisions (1 euro d'investissement permettant l'acquisition d'un euro de chiffre d'affaires annuel).

Le taux d'impôt a été estimé pour chacune des années couvertes par le jeu de prévisions à partir (i) de la répartition géographique du résultat opérationnel, et (ii) des taux d'imposition en vigueur par zone géographique (en tenant compte de la réduction du taux d'imposition programmée dans la dernière Loi de Finance en France, soit un taux de 29% à partir de 2020). Le taux d'impôt retenu s'établit ainsi entre 33% en 2017 et 32% en 2020. Nous n'avons pas tenu compte ici de l'impact des économies fiscales futures résultant de l'utilisation de déficits fiscaux reportables, cet impact étant évalué séparément et pris en compte dans les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres (cf. *supra*, section 3.2.2).

#### Période d'extrapolation 2021-2024

Afin d'intégrer dans l'évaluation le potentiel de développement des différentes activités de la Société au-delà de l'horizon du jeu de prévisions, nous avons considéré une période d'extrapolation de quatre ans. Au cours de cette période, les *free cash flows* ont été déterminés sur la base des hypothèses suivantes :

- Croissance du chiffre d'affaires : diminution linéaire à partir du niveau attendu en 2020 (dernière année du jeu de prévisions) pour atteindre le taux perpétuel de 1,5% retenu ci-après pour la détermination de la valeur terminale.
- Marge opérationnelle : nous avons considéré deux scénarios afin de prendre en compte la prudence éventuelle dont aurait fait preuve le Management dans la fixation de l'objectif de marge à l'horizon 2020 :
  - o scénario bas : maintien de la marge d'EBITDA attendue en 2020 ;
  - o scénario haut : augmentation de la marge d'EBITDA de 1 point dès 2021.
- Investissements :
  - o stabilité des investissements en immobilisations corporelles et incorporelles au niveau prévu sur la période 2018-2020 ;
  - o diminution des investissements de croissance externe en cohérence avec le ralentissement de la croissance du chiffre d'affaires, jusqu'à un montant jugé normatif compte tenu du rôle clé de la croissance externe dans le modèle de l'agence.

- 
- Dotations aux amortissements et aux provisions : diminution linéaire des dotations aux amortissements (situées à un point haut en 2017 en raison de l'effort d'investissement soutenu des années 2015 à 2017) pour atteindre un montant égal aux investissements en immobilisations corporelles et incorporelles en 2024.
  - BFR : ratios identiques à ceux retenus sur la période couverte par le plan d'affaires ;
  - Taux d'imposition : taux identique à celui retenu pour l'année 2020 (32%).

### 3.3.2. Détermination d'une valeur terminale

La valeur terminale du portefeuille d'activités au terme de l'horizon de prévisions explicites (soit 2024) a été déterminée par la méthode usuelle consistant à actualiser, sur un horizon indéterminé, un flux normatif assorti d'un taux de croissance perpétuel.

Le flux de trésorerie normatif a été estimé sur la base des mêmes hypothèses que le flux 2024 (deux scénarios sont donc considérés sur la base du taux de marge opérationnelle), à l'exception du taux d'imposition fixé à 30% afin de refléter l'évolution attendue à la baisse des taux d'impôt, notamment aux Etats-Unis. Précisons que la marge d'EBIT normative prise en compte au terme de la période d'extrapolation et pour le calcul de la valeur terminale se situe entre 13,1% et 14,1%, soit une fourchette en ligne avec le niveau moyen enregistré par les Agences sur les trois dernières années (cf. *supra*, section 2.1.2).

Le taux de croissance perpétuel est fixé à 1,5%. Ce taux est voisin du taux d'inflation anticipé sur le long terme et cohérent avec les composantes implicites du taux sans risque prises en compte dans la détermination du taux d'actualisation (cf. *infra*, section 3.3.3).

### 3.3.3. Détermination du taux d'actualisation

La mise en œuvre de la méthode DCF suppose d'actualiser les *free cash flows* espérés de la Société. Le taux d'actualisation à utiliser, couramment désigné par l'acronyme WACC, peut être estimé de deux manières différentes. Par définition, il correspond au taux de rentabilité exigé sur l'actif économique de l'entreprise (ou « coût d'opportunité du capital ») qui est la source des *free cash-flows* ; par construction, il est aussi égal à la moyenne du coût des capitaux propres et du coût de la dette pondérée par le poids relatif de ces deux sources de financement dans le pool de ressources mis à disposition de l'entreprise (soit la définition littérale du WACC ou *Weighted Average Cost of Capital*).

L'approche du coût moyen pondéré du capital est retenue par la plupart des évaluateurs. Elle conduit malheureusement à privilégier les effets bénéfiques de la dette (les économies fiscales réalisées au niveau de l'entreprise grâce à la déductibilité des frais financiers) et à ignorer les facteurs moins favorables (fiscalité personnelle, coûts implicites de la dette et notamment la moindre flexibilité financière). Par ailleurs, sur le plan calculatoire, cette approche permet de réduire le WACC pour des leviers financiers croissants, alors que la finance considère depuis les travaux de Modigliani et Miller (1958) que la structure financière n'a pas d'impact sur la valeur de l'actif économique de l'entreprise. Enfin, elle est source d'erreurs et de confusions dans sa mise en œuvre, qui est relativement complexe.

Pour cette raison, nous préférons utiliser l'approche alternative selon laquelle les flux espérés sont actualisés au coût des capitaux propres en l'absence d'endettement (ou « coût d'opportunité du capital »). Ce taux correspond à la rentabilité exigée par les investisseurs sur l'actif économique de l'entreprise. Pour obtenir ce coût d'opportunité du capital, nous estimons le niveau de risque de l'activité en utilisant un cadre méthodologique cohérent, qui ne sous-estime pas les coûts implicites de la dette, et recourons au Modèle d'Évaluation des Actifs Financiers - MEDAF (ou CAPM pour *Capital Asset Pricing Model*) selon lequel le coût d'opportunité du capital ( $k_a$ ) est égal à :

---

$$k_a = R_F + \beta_a \times P_M$$

où :  $R_F$  = taux d'intérêt sans risque ou loyer de l'argent

$\beta_a$  = coefficient bêta de l'activité

$P_M$  = prime de risque moyenne anticipée du marché actions

#### Taux d'intérêt sans risque

Du fait de la crise de la zone euro, les taux de rendement des emprunts d'État des pays européens évoluent depuis plusieurs années de façon très contrastée. Ils ont baissé dans les pays considérés comme sûrs en termes de risque de crédit (Allemagne notamment) et augmenté notablement dans les pays touchés par la crise de la dette publique. Cette situation se traduit par une volatilité importante des taux de rendement des emprunts d'État, ce qui rend plus délicate la détermination d'un taux sans risque. Prenant acte de cette forte volatilité, nous avons retenu une approche normative et considéré un taux d'intérêt sans risque de 3,5% ( $R_F$ ), soit un niveau comprenant un taux d'intérêt réel (hors inflation) de 2,0% sur le long terme et un taux d'inflation anticipé à long terme de 1,5%. Notre approche est cohérente avec les autres paramètres majeurs de l'évaluation que sont notamment la prime de risque et le taux de croissance normatif de l'activité.

#### Prime de risque

La prime de risque moyenne anticipée sur le marché des actions ( $P_M$ ) est égale à la différence entre l'espérance de rentabilité des marchés boursiers  $E[R_M]$  et le taux d'intérêt sans risque  $R_F$ . Nous fixons le niveau de la prime de risque à 4,5%, ce qui revient à considérer que les marchés financiers doivent générer une rentabilité annuelle  $E[R_M]$  de 8,0% avec un taux d'intérêt sans risque  $R_F$  égal à 3,5%. Notre prime de risque se situe dans le haut de la fourchette des estimations fournies par les études académiques les plus récentes sur la question, et ceci en raison du risque systémique que la crise financière de l'automne 2008 a mis en évidence et qui vient limiter les bénéfices de la diversification internationale.

#### Coefficient bêta

L'estimation du coefficient bêta de l'activité s'appuie classiquement sur les coefficients bêta d'un échantillon de sociétés cotées évoluant dans un secteur d'activité comparable à celui de la Société. Le coefficient bêta d'une activité est généralement estimé selon une approche analogique en deux étapes à partir des coefficients bêta des actions de sociétés cotées comparables obtenus par une régression linéaire des rentabilités de ces actions sur la rentabilité d'un indice de marché.

Dans le cas présent, l'échantillon qui a été retenu est celui constitué dans le cadre de la mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers composés des groupes cotés comparables *Publicis*, *WPP*, *Omnicom* et *Interpublic* (cf *infra*, section 3.5). Les indices de référence utilisés sont les indices *Stoxx Europe 600* pour les sociétés européennes et *S&P 500 USA* pour les sociétés américaines. Les coefficients bêta des actions des sociétés comparables ont été estimés sur des périodes de 4 et 5 ans sur la base de rentabilités mensuelles, seuls les coefficients bêta issus de régressions dont le  $R^2$  est supérieur à 15% étant retenus. Les coefficients bêta ainsi obtenus sont ensuite « désendettés » afin d'éliminer l'impact de la structure financière et d'obtenir une fourchette d'estimations du coefficient bêta de l'activité sous-jacente.

Sur cette base, les coefficients bêta désendettés obtenus se situent dans une fourchette d'estimations comprises entre 0,7 et 1,4. Dans le cadre de nos travaux d'évaluation, nous retenons un coefficient bêta de 1,05, soit la moyenne de l'échantillon.

Au total, le taux d'actualisation retenu pour *Havas* s'élève à 8,2%, soit :

$$k_a = R_F + [\beta_a \times P_M] = 3,5\% + [1,05 \times 4,5\%] = 8,2\%$$

### 3.3.4. Résultats de la méthode

Comme indiqué dans le tableau ci-après, la méthode DCF fait ressortir une Valeur Intrinsèque des titres *Havas* au 30 juin 2017 comprise entre 7,12 et 7,62 euros

Havas - Valeur Intrinsèque des titres m€	Sc. Bas	Sc. Haut
Valeur d'entreprise	3 287	3 500
- Valeur des éléments de passage	220	220
= Valeur des capitaux propres	3 067	3 280
/ Nombre dilué d'actions (en millions)	430,6	430,6
= Prix par action (€)	7,12	7,62

Sur cette base, la prime induite par le Prix d'Indemnisation de 9,25 euros proposé par l'Initiateur est comprise entre 21% (scénario haut) et 30% (scénario bas), soit une prime moyenne de 26%.

### 3.4. Estimation de la Valeur Intrinsèque via la méthode des comparaisons boursières

Comme pour la méthode DCF, l'objectif de la méthode des comparaisons boursières est de fournir une estimation de la Valeur Intrinsèque de la Société. Malheureusement, la mise en œuvre de la méthode se heurte à deux difficultés : (i) la fiabilité de l'information prévisionnelle disponible pour fonder un multiple d'évaluation, (ii) le faible niveau de comparabilité de la pente de croissance bénéficiaire future des sociétés du secteur avec *Havas*.

#### 3.4.1. Une pertinence des multiples questionnée par la fiabilité limitée des consensus diffusés par les bases de données financières

S'agissant des ratios d'évaluation (ou « multiples ») retenus pour la mise en œuvre de la méthode, nous avons écarté les multiples de résultat net (PER) qui ne permettent pas de prendre en compte les écarts éventuels de structure financière. De la même manière, nous avons écarté les multiples de chiffre d'affaires en raison des biais résultant des écarts éventuels de rentabilité. Enfin, sauf rupture importante dans le rythme des investissements, nous privilégions les multiples d'EBIT aux multiples d'EBITDA, car les premiers ne sont pas biaisés par les écarts éventuels d'intensité capitalistique.

Dans le cas particulier des Agences, la question du choix d'un agrégat incluant ou non les coûts liés aux restructurations et aux acquisitions (dépréciations de l'écart d'acquisition et des immobilisations incorporelles identifiées lors de l'acquisition) doit également être posée. Il conviendrait en théorie de retenir un agrégat intégrant ces coûts (c'est-à-dire l'EBIT) dans la mesure où les restructurations et la croissance externe font partie intégrante du modèle économique des Agences. Dans la pratique, ce choix méthodologique bute sur l'information disponible : une partie importante des analystes s'aligne sur la communication financière des Agences qui ne mettent pas toutes en avant les mêmes agrégats de marge opérationnelle<sup>15</sup>.

Ainsi, lorsque l'on examine en détail le consensus fourni par la base de données *Bloomberg* sur les Agences, on distingue deux biais dans l'estimation des agrégats financiers nécessaires à la mise en œuvre de la méthode.

- Pour une même Agence, le consensus inclut des prévisions d'analystes ayant choisi de réintégrer tout ou partie des coûts liés aux restructurations et acquisitions. Dès

<sup>15</sup> Voir *supra*, section 2.1.2.

lors, on ne peut connaître précisément le montant de ces coûts implicitement inclus dans le consensus. A titre d'exemple, sur treize analystes qui suivent régulièrement et font des prévisions d'EBIT sur *WPP*, quatre d'entre eux ont une définition différente de l'EBIT<sup>16</sup>.

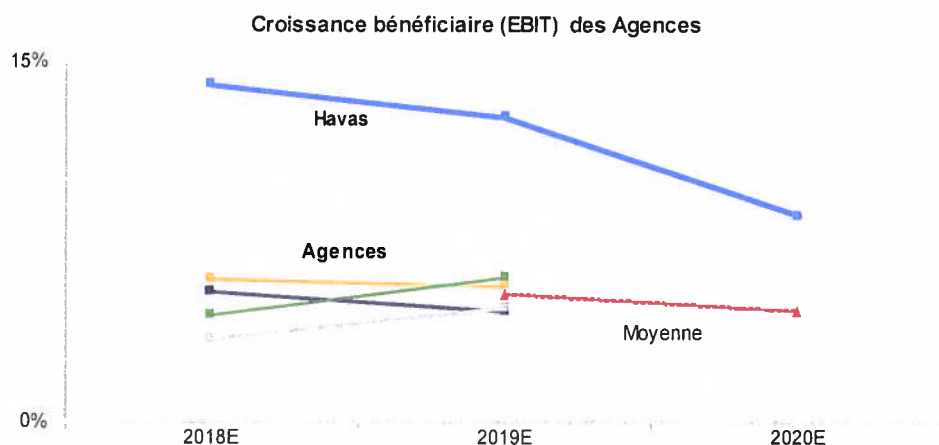
- La comparabilité de l'agrégat retenu est tout aussi difficile à appréhender entre les Agences. Ainsi, on observe que la définition utilisée par les analystes dans leurs prévisions d'EBIT diffère parfois d'une société à l'autre, car comme nous l'avons évoqué plus haut, ceux-ci ont tendance à s'aligner sur la définition mise en avant par les sociétés dans leur communication financière<sup>17</sup>.

Par conséquent, ces incohérences relevées dans les prévisions du consensus jettent un doute sur la fiabilité de la méthode des comparables boursiers dans le cas particulier du secteur des Agences, et sur les résultats qui en seraient issus.

### 3.4.2. Le différentiel de croissance bénéficiaire entre *Havas* et les sociétés du secteur rend la méthode inopérante

S'agissant de choisir un échantillon de sociétés cotées comparables, les deux principaux déterminants des multiples d'EBIT extériorisés par la valeur de marché d'un portefeuille d'activités sont d'une part le risque systématique et d'autre part la croissance bénéficiaire future.

- Dans une première étape, afin de prendre en compte le premier déterminant des multiples représenté par le risque systématique, nous avons constitué un échantillon de cinq agences de publicité *a priori* comparables à *Havas* en termes d'activité : *WPP*, *Publicis*, *IPG*, *Omnicom* et *Dentsu*. Nous avons ensuite écarté la société japonaise *Dentsu*, car elle réalise plus de la moitié de son chiffre d'affaires en Asie où *Havas* n'est que peu présente. Les quatre sociétés finalement retenues ont une envergure mondiale comparable à celle de *Havas*. Par ailleurs, elles sont toutes présentes sur les deux segments d'activité de *Havas* (Création et Media), même s'il existe des écarts (parfois significatifs) dans la ventilation du chiffre d'affaires entre ces deux segments d'activités (cf. *infra*, section 2.1.1).
- Afin de prendre en compte le second déterminant des multiples évoqué plus haut (croissance bénéficiaire future), nous avons examiné les profils de croissance bénéficiaire des sociétés de l'échantillon et celui de *Havas* sur la base du jeu de prévisions du Management. Le graphe ci-après illustre les résultats de cette analyse.



Note : Consensus formé d'un nombre restreint d'analystes en 2020

Sources : Jeu de prévisions du Management pour *Havas*, Bloomberg et notes des analystes financiers pour les autres Agences

<sup>16</sup> Le nombre d'analystes concernés est peut-être plus élevé, car nous n'avons pu disposer d'une information détaillée sur les modalités de calcul de l'EBIT que pour quatre analystes sur les treize mentionnés.

<sup>17</sup> A titre d'exemple, s'agissant de *Publicis*, ce que la plupart des analystes désignent comme un EBIT est en fait un EBITA, c'est-à-dire un agrégat de marge qui ne tient pas compte des charges d'amortissement des immobilisations incorporelles identifiées lors des acquisitions (« goodwill affecté »), alors que ces mêmes analystes retiennent bien un EBIT dans le cadre de leur suivi d'autres Agences comme *Omnicom* ou *IPG*.



---

Les quatre sociétés de l'échantillon affichent des perspectives de croissance bénéficiaire assez homogènes. En revanche, *Havas* se distingue clairement des autres sociétés de l'échantillon, en raison notamment du caractère conjoncturel du point bas attendu par le Management en 2017.

Retenir le multiple moyen observé sur cet échantillon de sociétés cotées du secteur, même sur un horizon lointain (2019) conduirait donc à sous-estimer significativement la Valeur Intrinsèque de la Société.

Outre la qualité de l'information disponible, le faible niveau de comparabilité des pentes de croissance bénéficiaire des sociétés du secteur avec celle de *Havas* constitue donc un second écueil pour mettre en œuvre la méthode des comparaisons boursières.

Au total, pour les deux raisons mentionnées ci-dessus (fiabilité limitée des consensus et différentiel marqué de croissance bénéficiaire), nous considérons que la méthode des comparaisons boursières ne peut être mise en œuvre de façon suffisamment rigoureuse pour fournir une estimation pertinente de la Valeur Intrinsèque de *Havas*.

### **3.5. Limites de la méthode des transactions comparables pour l'estimation de la Valeur Intrinsèque**

A la différence des cours boursiers utilisés dans le cadre de la méthode des comparaisons boursières, les prix de transactions utilisés dans la méthode des transactions comparables intègrent généralement des primes par rapport à la valeur intrinsèque des sociétés acquises. Ces primes sont le reflet de la fraction des synergies que l'acquéreur accepte de concéder aux actionnaires de la cible afin de réaliser la transaction.

De ce fait, la méthode des transactions comparables apparaît particulièrement adaptée au contexte spécifique de l'Offre, car elle permet en théorie de capturer deux composantes essentielles pour l'appréciation du caractère équitable du Prix d'Indemnisation proposé par *Vivendi*, à savoir la Valeur Intrinsèque des titres *Havas* et une quote-part des Synergies.

Dans le cas présent, la mise en œuvre de la méthode se heurte malheureusement à des difficultés qui nous ont conduits à écarter la méthode.

Tout d'abord, compte tenu de l'évolution significative et toujours en cours du contexte concurrentiel, il est indispensable de limiter la recherche de transactions comparables à la période récente.

Par ailleurs, aucune transaction portant sur des agences de communication et de publicité de taille mondiale n'est intervenue au cours des toutes dernières années. En effet, comme mentionné précédemment (cf. *supra*, section 2.1.3), depuis la fusion avortée entre *Publicis* et *Omnicom* en 2014, il n'y a eu aucune opération de rapprochement entre les grandes Agences. Les transactions observées dans le secteur concernent en effet :

- soit des rachats d'agences de petite taille, sans réseau mondial, pour lesquelles la prime payée peut s'avérer élevée, compte tenu du rôle clé de ces acquisitions dans le développement des groupes acquéreurs,
- soit des acquisitions de sociétés actives sur un segment spécifique, comme celui du marketing digital, dans le cadre d'opérations de rapprochement entre acteurs de secteurs adjacents (c'était notamment le cas de l'acquisition de *Sapient* par *Publicis* fin 2014).

---

## 4. Analyse du « rapport de valorisation » élaboré par les Banques

Dans le cadre de notre mission, nous avons examiné le « rapport de valorisation » élaboré par *BNP Paribas* et *Natixis* dans le cadre de l'Opération et dont le résumé figure dans le projet de note d'information conjointe qui sera rendu public. Cette analyse nous conduit à formuler les commentaires suivants.

### 4.1. Méthodologie d'évaluation

Les Banques ont adopté une approche multicritères. Dans ce cadre, elles ont examiné deux références d'évaluation : (i) le cours de bourse de *Havas* depuis l'annonce par *Vivendi* de son intention d'acquérir auprès du groupe *Bolloré* le bloc de contrôle de 59,2% qu'il détient dans *Havas* (soit le 11 mai 2017) jusqu'à la veille de l'annonce de la présente Offre (soit le 11 octobre 2017), (ii) les prix cibles des analystes financiers publiés avant la date d'annonce précitée du 11 mai 2017. Elles ont par ailleurs retenu les estimations issues de deux méthodes d'évaluation : (i) la méthode DCF et (ii) la méthode des comparaisons boursières.

La démarche d'évaluation retenue par les Banques diffère donc de la nôtre.

S'agissant des références d'évaluation, pour les raisons évoquées plus haut (cf. *supra*, section 3.1.2), nous considérons que les cours de bourse récents du titre *Havas* ne peuvent constituer une référence pertinente pour l'estimation de la Valeur Intrinsèque de la Société. Il en va de même pour les prix cibles des analystes financiers (cf. *supra*, section 3.1.3). En effet, d'une part, il n'existe pas d'analyse financière récente du titre *Havas* puisque le titre n'est plus suivi depuis le lancement de l'OPAs et, d'autre part, les annonces récentes de résultats décevants par les sociétés du secteur et par la Société elle-même, rendent obsolète la référence constituée par les prix cibles publiés par les analystes avant la date du 11 mai 2017.

S'agissant des méthodes d'évaluation, contrairement aux Banques, nous écartons les estimations données par l'application des multiples observés sur les sociétés cotées du secteur pour deux raisons essentielles (cf. *supra*, section 3.4). D'une part, en raison de définitions imprécises des agrégats financiers, qui varient assez significativement d'un analyste à l'autre et d'une société à l'autre, nous estimons qu'il n'existe pas aujourd'hui de consensus fiables sur les perspectives financières des sociétés du secteur à partir desquels on puisse calculer des multiples d'évaluation et mettre en œuvre la méthode avec toute la rigueur requise. D'autre part, sur la base des perspectives financières figurant dans le jeu de prévisions du Management, *Havas* présente un profil de croissance bénéficiaire nettement supérieur aux autres sociétés du secteur, y compris à l'horizon 2019 (le plus lointain considéré par les analystes). Dès lors, mettre en œuvre la méthode sur la base des multiples d'évaluation moyens des sociétés du secteur conduit nécessairement à sous-estimer la Valeur Intrinsèque de la Société.

### 4.2. Modalités de mise en œuvre de la méthode DCF

S'agissant de la mise en œuvre de la méthode DCF, il existe un certain nombre de différences méthodologiques qui affectent à la hausse et à la baisse les estimations issues de la méthode et expliquent les écarts entre nos propres estimations et celles des Banques.

Un premier écart réside dans l'interprétation des estimations issues de la méthode DCF. Comme dans nos propres travaux, la mise en œuvre de la méthode par les Banques a

---

pour objectif explicite d'estimer la valeur du portefeuille d'activités de la Société sans intégrer les effets attendus du rapprochement avec *Vivendi*. Pour autant, en considérant la trajectoire dessinée par le jeu de prévisions du Management et le niveau de marge moyen des Agences sur la période récente (cf. *supra*, section 2.1.2), nous estimons que le niveau de marge d'EBITDA normative considéré par les Banques pour le calcul de la valeur terminale est élevé (elle excède de 1 point celle retenue dans notre scénario haut) et intègre donc selon nous, de manière implicite, une fraction des Synergies attendues de l'Opération. Dès lors, nous considérons que les estimations obtenues par les Banques ne peuvent être comparées aux nôtres, car elles surestiment probablement la Valeur Intrinsèque de la Société et ne permettent donc pas de mesurer précisément la prime de contrôle payée par l'Initiateur aux Actionnaires Minoritaires.

S'agissant des deux paramètres fondamentaux de la méthode DCF que sont le taux de croissance perpétuel et le taux d'actualisation, nos choix diffèrent également.

- Les Banques retiennent un taux de croissance perpétuel de 2%, contre 1,5% dans nos travaux. Notre choix méthodologique est cohérent, d'une part avec l'hypothèse de taux d'inflation implicitement retenue dans le taux sans risque et, d'autre part, avec la forte réduction des investissements de croissance externe que nous avons pris en compte pour l'estimation du flux normatif et la détermination subséquente de la valeur terminale. *A contrario*, les Banques affichent un taux de croissance perpétuel certes plus élevé, mais qui nous semble paradoxalement trop faible au vu de l'investissement pris en compte dans l'estimation du flux normatif, qui suppose implicitement selon nous la perpétuation de la stratégie de croissance externe actuelle.
- Nous retenons un taux d'actualisation de 8,2%, en ligne avec celui retenu par les Banques lors de la précédente offre (8,1%), même si les composantes diffèrent assez significativement. Dans le cadre de la présente Opération, les Banques ont retenu un taux nettement inférieur (7,8%), en grande partie en raison d'une évolution à la baisse du coefficient bêta (0,8 contre 0,9 précédemment), alors qu'aucune modification du modèle économique de la Société (sensibilité à la conjoncture économique générale, degré de levier opérationnel) n'est susceptible selon nous de justifier une telle évolution.

S'agissant des modalités d'estimation des flux futurs, tout comme les Banques, nous avons choisi de retenir l'impact des plans d'actions gratuites et de performance existants en considérant leur effet dilutif sur le nombre d'actions de la Société. Toutefois, à la différence des Banques, considérant que les dirigeants de la Société continueraient, sous une forme ou sous une autre, à bénéficier de mécanismes incitatifs, nous avons parallèlement intégré à ce titre une charge d'exploitation dans les flux futurs.

Enfin, dernière différence notable, dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres, nous avons considéré le dernier arrêté comptable publié (30 juin 2017), en retenant parallèlement la valeur de marché de la dette obligataire, alors que les Banques ont considéré les éléments financiers disponibles à fin septembre, en retenant la valeur comptable de la dette obligataire.



---

## 5. Conclusion

Le présent rapport d'expertise s'inscrit dans le cadre de l'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire initiée par *Vivendi* sur les titres *Havas*. Cette offre fait suite à une succession d'opérations dont la première est l'acquisition par *Vivendi*, le 3 juillet 2017, au prix de 9,25 euros par action, d'un bloc de titres représentant 59,21% du capital de *Havas* auprès de son actionnaire contrôlant d'alors, le groupe *Bolloré*. Conformément à la réglementation boursière, cette acquisition a conduit *Vivendi* à déposer une offre publique d'achat simplifiée, au même prix de 9,25 euros par action, visant la totalité des actions encore détenues par des actionnaires minoritaires.

Cette première offre, clôturée le 4 octobre 2017, a porté la participation totale du groupe *Vivendi* dans *Havas* à 94,59%. Dans la foulée, *Vivendi* a procédé le 11 octobre 2017, à la demande de l'un des actionnaires minoritaires de *Havas*, à l'acquisition d'un bloc additionnel d'environ 1,6%, au même prix de 9,25 euros par action, ce qui a porté sa participation dans *Havas* à 96,15%. Considérant la taille réduite du flottant et la faible liquidité du titre résultant de cette série d'opérations, *Vivendi* a annoncé son souhait de retirer les actions *Havas* de la cote et, conformément à la réglementation boursière en vigueur, son intention de déposer une offre publique de retrait (« l'Offre »), suivie du retrait obligatoire des actions non présentées à l'Offre.

Réalisé à la demande du conseil d'administration de *Havas* sur le fondement de l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF, le présent rapport d'expertise a pour objet de délivrer une attestation sur le caractère équitable, pour les actionnaires minoritaires de *Havas*, du prix de 9,25 euros par action (« le Prix d'Indemnisation ») proposé par *Vivendi* dans le cadre de l'Offre.

Dans le contexte spécifique du retrait obligatoire, nous avons indiqué plus haut les deux conditions à respecter pour que le Prix d'Indemnisation puisse être considéré comme équitable.

- Le Prix d'Indemnisation doit intégrer de façon satisfaisante la valeur du portefeuille d'activités de *Havas* à la date de l'Offre, avant prise en compte des effets attendus du regroupement (« la Valeur Intrinsèque »).
- Le Prix d'Indemnisation doit intégrer une fraction raisonnable des synergies escomptées du regroupement (« les Synergies »).

Si la première condition peut être validée de façon traditionnelle en mettant en œuvre une approche d'évaluation multicritères de la Société, le respect de la seconde est plus délicat à apprécier dans la mesure où le montant des Synergies ne peut être mesuré précisément à la date du présent rapport, qu'il s'agisse des synergies attendues du regroupement par *Havas*, par *Vivendi*, ou de la valorisation additionnelle des activités de *Havas* qui pourrait être obtenue grâce à l'agilité stratégique du nouveau groupe *Vivendi-Havas* dans un environnement concurrentiel en plein bouleversement. Dès lors, le caractère « raisonnable » de la fraction des Synergies intégrée dans le Prix d'Indemnisation a été apprécié en comparant, la « prime de contrôle » que ce prix fait apparaître par rapport à la Valeur Intrinsèque, aux primes traditionnellement observées dans des contextes similaires.

S'agissant de la Valeur Intrinsèque, parmi les références d'évaluation disponibles et les estimations fournies par les méthodes d'évaluation usuelles, nous avons privilégié les estimations issues de la méthode DCF, soit une fourchette de valeurs par action comprises entre 7,12 et 7,62 euros. Nous considérons en effet que les références d'évaluation disponibles ou les estimations données par les méthodes analogiques ne sont pas pertinentes, car elles sont biaisées par les offres récentes ou en cours (cours de l'action *Havas* des quatre derniers mois), reposent sur des données obsolètes qui n'intègrent pas les informations récentes sur les performances financières des principaux

---


acteurs du secteur (cours de bourse des titres *Havas* et prix-cibles des analystes avant le 11 mai 2017, date d'annonce du rapprochement *Havas-Vivendi*), ou incluent des biais méthodologiques conduisant à sous-estimer notablement la Valeur Intrinsèque des titres de la Société (utilisation des multiples affichés par les sociétés comparables cotées du secteur).

Sur la base de cette fourchette d'estimations de la Valeur Intrinsèque des titres *Havas*, le Prix d'Indemnisation de 9,25 euros intègre une prime de contrôle comprise entre 21% et 30%. Ce niveau de prime nous paraît raisonnable pour les actionnaires de *Havas* et de *Vivendi* dans la mesure où il correspond au partage des synergies habituellement observé dans ce type d'opérations (tel que reflété dans le niveau moyen des primes de contrôle payées par les acquéreurs). Etant donné l'importance des effets attendus du regroupement des activités de *Havas* et de *Vivendi*, ce niveau de prime nous semble raisonnable pour les actionnaires de *Vivendi*. Il nous semble également acceptable pour les actionnaires minoritaires de *Havas* dans la mesure où ces derniers ne supporteront pas le risque attaché à la matérialisation des Synergies ; le taux de réponse élevé enregistré lors de l'OPAs en apporte d'ailleurs la confirmation.

Au total, nous estimons que le Prix d'Indemnisation de 9,25 euros proposé par *Vivendi* dans le cadre de son offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire est équitable pour les actionnaires minoritaires de *Havas*.

Paris, le 21 novembre 2017

Pour Accuracy,



Bruno Husson



Henri Philippe

## **6. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE HAVAS**

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du RGAMF, le Conseil d'administration de la Société s'est réuni le 10 novembre 2017, sur convocation faite conformément aux statuts de la Société, 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.

Tous les membres du Conseil d'administration étaient présents ou représentés, à savoir :

- Monsieur Yannick BOLLORE (Président du Conseil d'administration – Directeur général) ;
- Madame Delphine ARNAULT\* ;
- Madame Marguerite BERARD-ANDRIEU\* ;
- Monsieur Yves CANNAC\* ;
- Madame Sidonie DUMAS\* ;
- Madame Myriam GUILLOTIN (représentant des salariés) ;
- Madame Catherine HABIB-DELONCLE (représentant des salariés) ;
- Monsieur Stéphane ISRAEL\* ;
- Madame Christine OCKRENT\* ;
- Monsieur Alfonso RODES VILA ;
- Monsieur Jacques SEGUOLA ;
- Monsieur Patrick SOULARD\* ;
- FINANCIERE DE SAINTE-MARINE, représentée par Monsieur Gilles ALIX ;
- FINANCIERE DE LONGCHAMP, représentée par Madame Ghislaine BREGE ;
- LONGCHAMP PARTICIPATIONS, représentée par Monsieur Jean DE YTURBE ; et
- BOLLORE, représentée par Madame Juliette LAQUERRIERE.

\* Administrateurs indépendants

Préalablement, le Conseil d'administration s'est réuni le 19 octobre 2017 au siège social de la Société. Lors de cette réunion, qui s'est tenue sous la présidence du Président-Directeur Général de la Société, le Conseil d'administration de Havas a décidé de nommer le Cabinet Accuracy en qualité d'Expert Indépendant afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre, en application de l'article 261-1, I et II du RGAMF. A cet égard, n'ont pas pris part au vote les administrateurs susceptibles de se trouver en situation de conflit d'intérêts, compte tenu de leurs liens avec les groupes Havas, Vivendi et Bolloré, à savoir Monsieur Yannick Bolloré et la société Bolloré, représentée par Madame Juliette Laquerrière (Monsieur Gilles Alix, représentant la société Financière de Sainte-Marine étant absent).

Lors de cette réunion du 19 octobre 2017, il a été décidé que deux administrateurs indépendants, Messieurs Patrick Soulard et Yves Cannac, rencontreraient l'Expert Indépendant aux fins de prendre connaissance de ses premières conclusions dans le cadre d'un rapport d'étape. Ces deux administrateurs feront part de leur avis au conseil d'administration.

Le 8 novembre 2017, Messieurs Patrick Soulard et Yves Cannac se sont réunis en présence du Cabinet Accuracy (Messieurs Bruno Husson et Henri Philippe) afin de prendre connaissance d'un rapport d'étape établi par l'Expert Indépendant et d'en discuter les termes.

Lors de cette réunion du 8 novembre 2017, ces administrateurs ont pris connaissance de ce rapport d'étape.

Au cours de cette séance, les échanges entre les administrateurs et l'Expert Indépendant ont notamment porté sur le caractère équitable du prix proposé pour les actionnaires de Havas, ainsi que sur les conséquences de l'Offre pour l'avenir du Groupe Havas et pour ses salariés.

Dans le cadre du premier examen de ce rapport d'étape de l'Expert Indépendant, les administrateurs indépendants se sont en particulier attachés à veiller au respect des intérêts des actionnaires de Havas et aux impacts de l'Offre sur l'avenir du Groupe Havas et de ses salariés.

Messieurs Patrick Soulard et Yves Cannac ont fait part au Conseil d'administration du 10 novembre 2017 de leurs échanges et de leurs conclusions.

Les documents suivants ont été également portés à la connaissance du Conseil d'administration :

- le communiqué de presse de l'Initiateur en date du 11 octobre 2017 annonçant l'Offre ainsi que ses principales caractéristiques et modalités ;
- le projet de note d'information conjointe, contenant notamment le rappel des principales modalités de l'Offre ainsi que les informations concernant la Société, destinés à être déposés auprès de l'AMF ;
- le rapport de l'Expert Indépendant qui sera inclus dans le projet de note d'information conjointe, établi conformément aux dispositions de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF.

Après avoir entendu l'Expert Indépendant et recueilli les conclusions des administrateurs indépendants, le Conseil d'administration a pris connaissance du rapport de l'Expert Indépendant et de l'attestation d'équité délivrée par le cabinet Accuracy. A cet égard, le Conseil d'administration a constaté que l'Expert Indépendant a confirmé avoir reçu toutes les informations nécessaires à l'accomplissement de sa mission.

Un extrait des délibérations de cette réunion contenant l'avis motivé du Conseil d'administration de la Société est reproduit ci-après. Cet avis motivé a été adopté à l'unanimité des membres du Conseil d'administration, y compris ses membres indépendants, étant précisé que n'ont pas pris part au vote les administrateurs susceptibles de se trouver en situation de conflit d'intérêts, compte tenu de leurs liens avec l'Initiateur, à savoir Monsieur Yannick Bolloré, la société Bolloré, représentée par Madame Juliette Laquerrière, ayant donné pouvoir à Monsieur Gilles Alix et la société Financière de Sainte-Marine, représentée par Monsieur Gilles Alix.

L'extrait du procès-verbal de cette réunion figure ci-dessous :

*« Après avoir entendu les conclusions du rapport de l'Expert Indépendant, ainsi que les observations exprimées par les administrateurs indépendants, et avoir pris connaissance du projet de note d'information conjointe, le Conseil constate :*

- que le groupe majoritaire auquel appartient l'Initiateur détient plus de 95% du capital et des droits de vote de la Société ;*
- que les actions Havas non encore détenues par l'Initiateur et qui ne seront pas présentées à l'Offre Publique de Retrait seront transférées à l'Initiateur, dans le cadre du Retrait Obligatoire, moyennant une indemnisation d'un montant égal au prix unitaire de l'Offre Publique de Retrait, soit 9,25 euros par action Havas (nette de tous frais) ;*
- que l'Expert Indépendant, après avoir procédé à une approche multicritères en vue de l'évaluation de la Société, conclut au caractère équitable de l'Offre d'un point de vue financier, qu'il s'agisse de l'Offre Publique de Retrait ou du Retrait Obligatoire ;*
- que le Prix de l'Offre fait ressortir une prime de 11,6% sur la base du cours de bourse de clôture de Havas au 11 mai 2017 (jour de l'annonce de la remise d'une offre indicative par Vivendi au Groupe Bolloré concernant l'acquisition du bloc d'actions Havas), de 2,3% sur la base du cours de bourse de clôture de Havas au 11 octobre 2017 (jour de l'annonce du projet initial de l'Offre), de 11,5% sur la moyenne du dernier mois, de 12,7% sur la moyenne des trois derniers mois, de 15,0% sur la moyenne des six derniers mois et de 20,5% sur la moyenne des douze derniers mois, comptés à rebours du 11 octobre 2017 ;*

*La présente note d'information n'est pas destinée à être diffusée aux Etats-Unis d'Amérique ou dans tout autre pays que la France.*

- (v) *que l'Offre permet aux actionnaires minoritaires de la Société d'obtenir une liquidité immédiate, à un prix identique (i) au prix de l'offre publique d'achat simplifiée déposée par Vivendi le 29 août 2017, qui s'est ouverte du 21 septembre au 4 octobre 2017, et (ii) à celui payé par Vivendi pour l'acquisition du bloc d'actions Havas conclue le 11 octobre 2017.*

*En ce qui concerne l'intérêt de l'Offre pour la Société, le Conseil prend acte que l'opération projetée s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société.*

*En ce qui concerne l'intérêt des actionnaires de la Société, le Conseil constate que le prix proposé par l'Initiateur de 9,25 euros par action de la Société est considéré comme équitable par l'Expert Indépendant et valorise correctement les actions détenues par les actionnaires.*

*En ce qui concerne l'intérêt des salariés, l'Initiateur a l'intention de s'appuyer sur les équipes en place et de poursuivre la politique de la Société en matière de gestion des ressources humaines. Le Conseil constate que l'Offre n'aura pas d'impact sur l'emploi au sein de la Société et n'entraînera pas de modification des statuts individuels et collectifs respectifs des salariés de la Société et de ses filiales.*

*À la lumière des considérations qui précèdent, prenant acte des conclusions du rapport de l'Expert Indépendant, le Conseil, après en avoir délibéré, estime à l'unanimité que le projet d'Offre est dans l'intérêt de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés, et décide :*

- (i) *d'émettre un avis favorable sur l'Offre et :*
- *de recommander aux actionnaires minoritaires de Havas d'apporter leurs actions à l'Offre Publique de Retrait,*
  - *de formuler la recommandation ci-dessus tout en prenant acte de ce que, en toute hypothèse, les actions non présentées à l'Offre Publique de Retrait seront transférées à l'Initiateur dans le cadre du Retrait Obligatoire à l'issue de l'Offre Publique de Retrait et moyennant une indemnisation d'un montant égal au prix unitaire de l'Offre Publique de Retrait, soit 9,25 euros par action Havas, nette de tous frais,*
- (ii) *d'approuver le projet de note d'information conjointe, et*
- (iii) *d'autoriser M. Yannick Bolloré, Président Directeur général, à finaliser et signer ledit document, ainsi que tous documents nécessaires à la réalisation de l'Offre,*

*étant précisé que les administrateurs susceptibles de se trouver en situation de conflit d'intérêts, compte tenu de leurs liens avec les groupes Havas, Vivendi et Bolloré (à savoir Monsieur Yannick Bolloré, la société Bolloré, représentée par Madame Juliette Laquerrière, ayant donné pouvoir à Monsieur Gilles Alix et la société Financière de Sainte-Marine, représentée par Monsieur Gilles Alix) n'ont pas pris part au vote. »*

## **7. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION**

Pour des raisons essentiellement pratiques, les administrateurs de la Société qui détiennent des actions de la Société ont déclaré, chacun pour ce qui le concerne, qu'ils n'ont pas l'intention de les apporter à l'Offre Publique de Retrait et qu'en tout état de cause, ils verront leurs actions transférées à l'Initiateur dans le cadre du Retrait Obligatoire.

## **8. INTENTIONS DE LA SOCIETE QUANT AUX ACTIONS AUTO-DETENUES**

Comme indiqué dans un communiqué de presse du 9 octobre 2017, la Société a confié à Natixis, à compter du 10 octobre 2017, la mise en œuvre d'un contrat de liquidité portant sur les actions Havas admis aux négociations sur Euronext Paris, conforme à la Charte de déontologie de l'AMAFI. Il est toutefois précisé que la Société n'a alloué aucune action propre dans le cadre de la mise en œuvre de ce contrat et que ce dernier n'a à ce jour connu aucun commencement d'exécution. L'exécution de ce contrat a été suspendue le 12 octobre 2017 à la suite de l'annonce de l'Offre. Ce contrat sera ensuite résilié à l'issue du Retrait Obligatoire.

La Société ne détient donc aucune action propre à la date de la présente note d'information conjointe, à l'exception des 10 actions d'auto-contrôle détenues indirectement par Vivendi par le biais des sociétés Financière de Longchamp (5 actions) et Longchamp Participations (5 actions), filiales de Havas, étant précisé que les présidents de ces deux sociétés ont décidé de ne pas apporter leurs actions à l'Offre Publique de Retrait. Ces actions seront transférées à l'Initiateur dans le cadre du Retrait Obligatoire.

*La présente note d'information n'est pas destinée à être diffusée aux Etats-Unis d'Amérique ou dans tout autre pays que la France.*

**9. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION CONJOINTE**

9.1. Pour Vivendi

*« A ma connaissance, les données de la présente note d'information conjointe relatives à la société Vivendi sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »*

Arnaud de Puyfontaine  
Président du Directoire de Vivendi

9.2. Pour Havas

*« A ma connaissance, les données de la présente note d'information conjointe relatives à la société Havas sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »*

Yannick Bolloré  
Président-Directeur général de Havas

9.3. Pour la présentation de l'Offre

*« Conformément à l'article 231-18 du règlement général de l'AMF, BNP Paribas et Natixis, établissements présentateurs de l'Offre, attestent qu'à leur connaissance, la présentation de l'Offre qu'ils ont examinée sur la base des informations communiquées par l'Initiateur, et les éléments d'appréciation du prix proposé sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »*

BNP Paribas

Natixis