

PROJET DE NOTE D'INFORMATION ÉTABLI PAR LA SOCIÉTÉ



EN RÉPONSE

À L'OFFRE PUBLIQUE D'ÉCHANGE VISANT LES ACTIONS ET LES BONS DE
SOUSCRIPTION ET/OU D'ACQUISITION D'ACTIONS (BSAARS) DE LA SOCIÉTÉ HAVAS

INITIÉE PAR LES SOCIÉTÉS

COMPAGNIE DU CAMBODGE



SOCIÉTÉ INDUSTRIELLE ET
FINANCIÈRE DE L'ARTOIS

HAVAS EST CONSEILLÉE PAR



Le présent projet de note en réponse a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'"AMF") le 17 novembre 2014, conformément aux dispositions de l'article 231-26 de son règlement général. Il a été établi conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF.

Le projet d'offre et le présent projet de note d'information en réponse restent soumis à l'examen de l'AMF.

AVIS IMPORTANT

En application des dispositions des articles 231-19 et 261-1 du règlement général de l'AMF, le rapport du cabinet Sorgem Evaluation, agissant en qualité d'expert indépendant, est inclus dans le présent projet de note en réponse.

Le présent projet de note en réponse est disponible sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de Havas (www.havas.fr) et peut être obtenu sans frais auprès de Havas (29/30 quai de Dion Bouton, 92800 Puteaux).

Les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables d'Havas seront mises à la disposition du public, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique, conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF. Un communiqué de presse sera publié conformément aux dispositions de l'article 221-3 du règlement général de l'AMF afin d'informer le public des modalités de mise à disposition de ces informations.

SOMMAIRE

PROJET DE NOTE D'INFORMATION	1
ÉTABLI PAR LA SOCIÉTÉ	1
EN RÉPONSE	1
1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE	4
1.1 Présentation de l'Offre	4
1.2 Situation des porteurs de BSAARs	5
1.3 Situation des bénéficiaires d'Options	6
1.4 Actions de performance Havas	7
1.5 Conditions de l'Offre	7
1.6 Traitement des rompus	8
1.7 Procédure d'apport à l'Offre	9
1.8 Réouverture de l'Offre	10
1.9 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger	11
2. AVIS DU COMITÉ DE GROUPE DE LA SOCIÉTÉ	12
3. DÉCISIONS ET AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ	12
« 1. Parité offerte pour les actions Havas	16
1.2 Parité offerte sur les BSAAR Havas	18
4. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE HAVAS	19
5. INTENTION DE LA SOCIÉTÉ QUANT AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES..	19
6. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT – ATTESTATION D'ÉQUITÉ	19
7. ÉLÉMENTS CONCERNANT HAVAS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE.....	19
7.1 Structure et répartition du capital	19
7.2 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions	20
7.3 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)	21
7.4 Participations directes et indirectes au capital de Havas ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil(s) ou d'une déclaration d'opération sur titres	21
7.5 Listes des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci	22

7.6	Mécanisme de contrôle prévu dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	22
7.7	Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions aux transferts d'actions et à l'exercice des droits de vote	22
7.8	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de Havas	22
7.9	Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions.....	23
7.10	Accords conclus par la Société et prenant fin en cas de changement de contrôle de la Société.....	24
7.11	Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration, les dirigeants ou les principaux salariés de Havas, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique	25
8.	MISE À DISPOSITION DES AUTRES INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ.....	25
9.	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE.....	25
	ANNEXE RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT.....	26

1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE

1.1 Présentation de l'Offre

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF, les sociétés :

- Bolloré, société anonyme au capital de 439.157.968 euros, dont le siège social est situé à Odet, 29500 – Ergué-Gabéric, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Quimper sous le numéro 055 804 124, et dont les actions sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext à Paris ("**Euronext Paris**") sous le code ISIN FR0000039299 ("**Bolloré**") ;
- Compagnie du Cambodge, société anonyme au capital de 23.508.870 euros, dont le siège social est situé 31-32 Quai de Dion-Bouton, 92800 Puteaux, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 552 073 785, et dont les actions sont admises aux négociations sur Euronext Paris sous le code ISIN FR0000079659 ("**Compagnie du Cambodge**") ;
- Société Industrielle et Financière de l'Artois, société anonyme au capital de 5.324.000 euros, dont le siège social est situé 31-32 Quai de Dion-Bouton, 92800 Puteaux, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 562 078 261, et dont les actions sont admises aux négociations sur Euronext Paris sous le code ISIN FR0000076952 ("**Société Industrielle et Financière de l'Artois**") ;

ensemble, les "**Co-Initiateurs**",

ont déposé auprès de l'AMF, le 17 octobre 2014, un projet d'offre publique d'échange dans lequel ils proposent de manière irrévocable aux actionnaires de Havas, ainsi qu'aux porteurs des bons de souscription et/ou d'acquisition d'actions remboursables (les "**BSAARs**") émis par la société Havas, société anonyme, dont le siège social est situé 29-30 Quai de Dion-Bouton, 92817 Puteaux, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 335 480 265 ("**Havas**" ou la "**Société**"), et dont les actions et les BSAARs sont admis aux négociations sur Euronext Paris respectivement sous les codes ISIN FR0000121881 et FR0010562058, d'acquérir la totalité de leurs actions et BSAARs contre des actions Bolloré (l'"**Offre**").

Il est prévu qu'une division par 100 du nominal de l'action Bolloré soit soumise à l'approbation de l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de Bolloré du 27 novembre 2014.

La parité offerte, après division du nominal, est de :

- 9 actions Bolloré existantes ou à émettre portant jouissance courante pour 5 actions Havas apportées à l'Offre ; et
- 31 actions Bolloré existantes ou à émettre portant jouissance courante pour 37 BSAARs Havas apportés à l'Offre.

Pour information, sur la base du nominal actuel de l'action Bolloré à la date du présent projet de note en réponse, la parité serait de :

- 1 action Bolloré existante ou à émettre portant jouissance courante pour environ 55,56 actions Havas apportées à l'Offre ; et
- 1 action Bolloré existante ou à émettre portant jouissance courante pour environ 119,35 BSAARs Havas apportés à l'Offre.

L'Offre porte sur :

- la totalité des actions de la Société, non détenues par les Co-Initiateurs, seuls ou de concert, directement ou indirectement :
 - (i) qui sont d'ores et déjà émises ;
 - (ii) qui seraient susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre ou de l'Offre Réouverte (tel que ce terme est défini à la section 2.14 du projet de note d'information des Co-Initiateurs), résultant de l'exercice des BSAARs ;
 - (iii) qui seraient susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre ou de l'Offre Réouverte, résultant de l'exercice des options de souscription d'actions Havas (les "**Options**") ;

soit un nombre maximal d'actions de la Société visées par l'Offre égal à 268.069.838 actions Havas (265.057.169 actions déjà émises, 2.986.919 actions qui pourraient être émises résultant de l'exercice des BSAARs et 25.750 actions qui pourraient être émises résultant de l'exercice des Options) ;

- la totalité des BSAARs en circulation, soit, 2.899.921 BSAARs à la date du présent projet de note en réponse.

Par ailleurs, il est indiqué que les actions gratuites attribuées par le conseil d'administration de Havas le 29 janvier 2014 qui représentent un nombre égal à 2.465.000 actions Havas à émettre, ne sont pas visées par l'Offre dès lors que ces actions ne seront attribuées et livrées qu'à partir de 2018.

Il n'existe aucun autre titre de capital ni instrument financier émis par Havas susceptible de donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de Havas.

L'Offre sera réalisée selon la procédure normale, conformément aux dispositions des articles 232-1 et suivants du règlement général de l'AMF. Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF, l'Offre est présentée par BNP Paribas, Crédit Agricole Corporate and Investment Bank et Mediobanca Banca di Credito Finanziario S.p.A., agissant par l'intermédiaire de sa succursale à Paris (ensemble, les "**Etablissements Présentateurs**"). BNP Paribas et Crédit Agricole Corporate and Investment Bank garantissent la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par les Co-Initiateurs dans le cadre de l'Offre.

1.2 Situation des porteurs de BSAARs

Le 8 février 2008, la Société a procédé à l'émission de 10.000 obligations à bons de souscription et/ou d'acquisition d'actions remboursables.

Les termes et les modalités d'exercice des BSAARs figurent dans la note d'opération, faisant partie du prospectus visé par l'AMF sous le n°08-003 le 10 janvier 2008. Les porteurs de BSAARs sont invités à s'y reporter.

Après une période d'incessibilité à compter du 1^{er} avril 2008 et jusqu'au 8 février 2012, les BSAARs ont été admis aux négociations sur Euronext Paris le 8 février 2012 sous le code ISIN FR0010562058.

La maturité des BSAARs est de sept ans à compter de leur émission, soit le 8 février 2015. À la suite du succès de l'offre publique de rachat d'actions initiée par Havas en mai 2012, un BSAAR donne droit à souscrire ou acquérir 1,03 action nouvelle ou existante de la Société au prix de 3,85 euros.

À la date du présent projet de note en réponse, compte tenu du nombre de BSAARs exerçables qui s'élève à 2.899.921, le nombre d'actions Havas susceptibles d'être émises résultant de l'exercice des BSAARs s'élève à 2.986.919.

Les porteurs de BSAARs qui le souhaitent peuvent librement apporter leurs BSAARs à l'Offre, selon les modalités prévues à la section 1.7.

Alternativement, les porteurs de BSAARs peuvent exercer leurs BSAARs et apporter à l'Offre les actions Havas qui résulteraient de leur exercice.

L'attention des porteurs de BSAARs est attirée sur le fait que les BSAARs ne seront pas visés par l'Offre Réouverte puisque les BSAARs viendront à extinction le 8 février 2015 soit avant la clôture de l'Offre Réouverte et son règlement-livraison. Les porteurs de BSAARs qui n'auraient pas apporté leurs BSAARs à l'Offre et souhaiteraient participer à l'Offre Réouverte, pourront, toutefois, exercer leurs BSAARs et apporter à l'Offre Réouverte les actions Havas résultant de l'exercice des BSAARs.

1.3 Situation des bénéficiaires d'Options

Havas a mis en place plusieurs plans d'options de souscription ou d'acquisition d'actions entre 2003 et 2007. L'ensemble des plans sont arrivés à expiration, y compris le plan 2006, à l'exception du plan 2007.

À la date du présent projet de note en réponse, 25.750 Options sont encore exerçables. En conséquence, 25.750 actions Havas sont susceptibles d'être émises en cas d'exercice de ces Options.

Le tableau ci-dessous résume les principales caractéristiques des Options exerçables à la date du présent projet de note en réponse :

	Plan 2007
Date d'attribution	11 juin 2007
Date d'expiration	11 juin 2015 ⁽¹⁾
Prix de souscription	4,22 euros
Nombre d'Options attribuées	1.740.000
Nombre d'Options restant à exercer	25.750

(1) Pour les résidents français.

Les actions Havas résultant de l'exercice des Options seront des actions nouvelles Havas qui pourront être apportées à l'Offre.

En revanche, les Options n'étant pas cessibles, elles ne sont pas visées par l'Offre.

1.4 Actions de performance Havas

Les actions de performance de la Société qui ont été attribuées seront des actions à émettre qui seront encore en phase d'acquisition à la date de clôture de l'Offre ou de l'Offre Réouverte et ne sont, en conséquence, pas visées par l'Offre.

1.5 Conditions de l'Offre

1.5.1 Seuil de caducité de l'Offre

En application des dispositions de l'article 231-9 I du règlement général de l'AMF, l'Offre sera caduque si à la date de clôture, les Co-Initiateurs, seuls ou de concert, directement ou indirectement, ne détiennent pas un nombre d'actions représentant une fraction du capital ou des droits de vote de la Société supérieure à 50 %, en tenant compte, le cas échéant, des actions résultant de l'exercice des BSAARs qui ont été apportés à l'Offre.

Les Co-Initiateurs se sont engagés, sous condition que cela s'avère nécessaire pour atteindre le seuil de caducité, à exercer dès le règlement-livraison de l'Offre un nombre suffisant de BSAARs qui seraient apportés à l'Offre de sorte qu'en prenant en compte les actions et les droits de votes attachés aux actions résultant de l'exercice de ces BSAARs, les Co-Initiateurs détiennent un nombre d'actions représentant une fraction du capital ou des droits de vote de la Société supérieure au seuil de caducité. L'exercice desdits BSAARs sera réputé rétroagir à la date de la clôture de l'Offre pour les besoins du calcul du seuil de caducité.

Le seuil de caducité sera calculé de la manière suivante :

(a) Au numérateur, seront incluses :

- toutes les actions de la Société que détiennent seuls ou de concert, directement ou indirectement, les Co-Initiateurs au jour de la clôture de l'Offre ;
- toutes les actions de la Société apportées à l'Offre au jour de la clôture de l'Offre ; et
- toutes les actions de la Société susceptibles d'être émises résultant de l'exercice des BSAARs apportés à l'Offre au jour de la clôture de l'Offre.

(b) Au dénominateur, seront incluses :

- toutes les actions émises par la Société au jour de la clôture de l'Offre ; et
- toutes les actions de la Société susceptibles d'être émises résultant de l'exercice des BSAARs qui ont été apportés à l'Offre au jour de la clôture de l'Offre.

Sur la base d'un nombre total d'actions émises ou de droits de vote théoriques Havas de 414.584.567, le seuil de caducité correspondrait à la détention de 207.292.284 actions ou droits de vote Havas.

L'atteinte du seuil de caducité ne sera pas connue avant la publication par l'AMF du résultat définitif de l'Offre, qui interviendra après la clôture de cette dernière.

Si le seuil de 50 % du capital ou des droits de vote de Havas (calculé comme indiqué ci-avant) n'est pas atteint, l'Offre n'aura pas de suite positive et, en conséquence, les actions et les BSAARs apportés à l'Offre seront restitués à leurs propriétaires, en principe dans les trois jours de bourse suivant la publication de l'avis de résultat informant de la caducité de l'Offre, sans qu'aucun intérêt, indemnité ou autre paiement de quelque nature que ce soit ne soit dû auxdits propriétaires.

1.5.2 Autorisation de l'assemblée générale des actionnaires de Bolloré d'augmenter le capital en rémunération des actions et BSAARs apportés à l'Offre

L'assemblée générale extraordinaire des actionnaires de Bolloré du 27 novembre 2014 est invitée à approuver une délégation, pour une durée de 26 mois, au conseil d'administration de Bolloré, avec faculté de subdélégation, de compétence pour procéder, en application de l'article L. 225-148 du code de commerce, à une augmentation de capital par l'émission d'actions rémunérant des titres apportés à toute offre publique comportant une composante échange initiée par Bolloré sur les titres d'une société dont les actions sont admises aux négociations sur un marché réglementé, dans la limite d'un montant nominal d'augmentation de capital de 87.835.000 euros.

Les Co-Initiateurs ont indiqué que Financière de l'Odé, qui détient environ 73% des voix exerçables en assemblée générale des actionnaires de Bolloré, s'est engagée à voter en faveur de cette résolution.

1.6 Traitement des rompus

Les actionnaires de Havas et les porteurs de BSAARs qui apporteront leurs titres à l'Offre et, le cas échéant, à l'Offre Réouverte (à l'exclusion des BSAARs qui ne pourront être apportés à l'Offre Réouverte car arrivant à échéance le 8 février 2015 soit avant la date de clôture et de règlement livraison de l'Offre Réouverte) auront droit à un nombre d'actions Bolloré correspondant au produit du nombre d'actions Havas ou du nombre de BSAARs et de la parité d'échange applicable à chaque titre.

Aucune fraction d'action Bolloré ne pourra être remise par les Co-Initiateurs. En conséquence, les Co-Initiateurs ne remettront pas de rompus aux actionnaires ayant apporté des actions ou des BSAARs. Les actionnaires de Havas et les porteurs de BSAARs qui apporteront un nombre de titres ne leur donnant pas droit à un nombre entier d'actions Bolloré seront considérés comme ayant expressément accepté de participer au mécanisme de revente des actions Bolloré formant rompu décrit ci-dessous au titre des rompus leur revenant.

Après la clôture de l'Offre et, le cas échéant, de l'Offre Réouverte, un intermédiaire habilité désigné par les Co-Initiateurs mettra en place un mécanisme de revente des actions Bolloré correspondant au total des fractions d'actions Bolloré formant rompu (le total étant arrondi à l'unité supérieure) pour le compte des actionnaires de Havas et des porteurs de BSAARs qui

auront apporté un nombre de titres ne leur permettant pas de recevoir un nombre entier d'actions Bolloré.

L'intermédiaire habilité ainsi désigné cèdera sur le marché les actions Bolloré correspondant au total des fractions d'actions Bolloré formant rompu pour le compte des actionnaires de Havas et des porteurs de BSAARs participant à ce mécanisme au plus tard dans les dix jours de négociation suivant la date de règlement-livraison de l'Offre (et, le cas échéant, de l'Offre Réouverte). En contrepartie de la fraction d'action Bolloré formant rompu, chaque apporteur recevra un montant en numéraire (en euro arrondi au centime d'euro le plus proche étant précisé que 0,5 centime d'euro sera arrondi à 1 centime d'euro) égal à cette fraction d'action Bolloré multipliée par le prix moyen par action Bolloré, résultant de la cession sur le marché de l'ensemble des actions Bolloré formant rompu net des frais de courtage, des commissions et des autres frais qui seront liés à la revente des actions Bolloré formant rompu.

Le montant en numéraire sera versé aux actionnaires de Havas et aux porteurs de BSAARs dans les meilleurs délais à compter de la date de cession des actions formant rompu sur le marché. Il ne sera versé aucun intérêt sur le montant en numéraire devant être reçu par les actionnaires de la Société en contrepartie d'une fraction d'action Bolloré formant rompu.

1.7 Procédure d'apport à l'Offre

L'Offre sera ouverte pendant une période d'au moins 25 jours de négociation.

Les actionnaires de Havas et les porteurs de BSAARs dont les actions ou les BSAARs sont inscrits auprès d'un intermédiaire financier et qui souhaitent apporter leurs actions et/ou BSAARs à l'Offre devront remettre à leur intermédiaire financier, au plus tard à la date de clôture de l'Offre, un ordre d'apport à l'Offre conforme au modèle qui sera remis à leur disposition par l'intermédiaire.

Conformément aux dispositions de l'article 232-2 du règlement général de l'AMF, les ordres d'apport à l'Offre pourront être révoqués à tout moment et jusque, et y compris, le jour de la clôture de l'Offre. Après cette date, ils seront irrévocables.

Les actionnaires de la Société qui sont inscrits en compte sous la forme "nominatif pur" dans les registres de la Société (tenus par son mandataire Société Générale Securities Services – 32, rue du champ du tir – CS 30812 – 44308 Nantes Cedex 3) devront demander leur inscription sous la forme "nominatif administré" pour apporter leurs actions à l'Offre, à moins qu'ils n'en aient demandé au préalable la conversion au porteur.

Les porteurs de BSAARs qui sont inscrits en compte sous la forme "nominatif pur" dans les registres de la Société (tenus par son mandataire CM-CIC Securities) devront demander leur inscription sous la forme "nominatif administré" pour apporter leurs BSAARs à l'Offre, à moins qu'ils n'en aient demandé au préalable la conversion au porteur.

La présente Offre et tous les contrats y afférents sont soumis au droit français. Tout différend où litige, quel qu'en soit l'objet ou le fondement, se rattachant à la présente Offre sera porté devant les tribunaux compétents.

Les actions et BSAARs Havas apportés à l'Offre (et, le cas échéant, à l'Offre Réouverte, à l'exclusion des BSAARs qui ne pourront être apportés à l'Offre Réouverte) 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 propriété. Les Co-Initiateurs ont

indiqué qu'ils se réservaient le droit d'écarter toute action ou tout BSAAR qui ne répondrait pas à cette condition.

Les frais de négociation (incluant notamment les frais de courtage et commissions bancaires, la taxe sur les transactions financières et la TVA afférente) resteront en totalité à la charge des actionnaires de la Société et des porteurs de BSAARs apportant à l'Offre (et, le cas échéant, à l'Offre Réouverte, à l'exclusion des BSAARs qui ne pourront être apportés à l'Offre Réouverte).

1.7.1 Centralisation des ordres

Chacun des intermédiaires financiers et l'établissement teneur des comptes nominatifs des actions et des BSAARs de la Société devront, à la date indiquée dans l'avis d'Euronext Paris, transférer à Euronext Paris les actions et les BSAARs pour lesquels ils auront reçu un ordre d'apport à l'Offre.

Après réception par Euronext Paris de l'ensemble des ordres d'apport à l'Offre dans les conditions décrites ci-dessus, Euronext Paris procédera à la centralisation de ces ordres et déterminera le résultat de l'Offre.

1.7.2 Publication des résultats de l'Offre et règlement-livraison

L'AMF fera connaître le résultat définitif de l'Offre au plus tard neuf jours de bourse après la clôture de l'Offre et, si l'AMF constate que l'Offre a une suite positive, Euronext Paris indiquera dans un avis la date et les modalités de règlement-livraison.

Aucun intérêt ne sera dû pour la période allant de l'apport des actions ou des BSAARs Havas à l'Offre jusqu'à la date de règlement-livraison de l'Offre, ou le cas échéant du règlement-livraison de l'Offre Réouverte.

Le transfert de propriété des actions et BSAARs Havas apportés à l'Offre interviendra à la date de règlement-livraison telle que précisée par un avis d'Euronext Paris ; tous droits attachés aux actions et BSAARs Havas étant transférés à cette date aux Co-Initiateurs.

Il est rappelé que, les Co-Initiateurs se sont engagés, sous condition que cela s'avère nécessaire pour atteindre le seuil de caducité, à exercer dès le règlement-livraison de l'Offre un nombre suffisant de BSAARs qui seraient apportés à l'Offre de sorte qu'en prenant en compte les actions et les droits de votes attachés aux actions résultant de l'exercice de ces BSAARs, les Co-Initiateurs détiennent un nombre d'actions représentant une fraction du capital ou des droits de vote de la Société supérieure au seuil de caducité. L'exercice desdits BSAARs sera réputé rétroagir à la date de la clôture de l'Offre pour les besoins du calcul du seuil de caducité. Il est, de surcroît, rappelé que les BSAARs arrivent à échéance le 8 février 2015.

Le calendrier de l'Offre est décrit à la section 2.12 du projet de note d'information des Co-Initiateurs.

1.8 Réouverture de l'Offre

Conformément aux dispositions de l'article 232-4 du règlement général de l'AMF, si l'Offre connaît une suite positive, elle sera automatiquement réouverte dans les 10 jours de

négociation suivant la publication du résultat définitif de l'Offre, dans des termes identiques à ceux de l'Offre. L'AMF publiera le calendrier de réouverture de l'Offre, qui durera au moins 15 jours de négociation (l' "**Offre Réouverte**").

En cas de réouverture de l'Offre, la procédure d'apport et la centralisation de l'Offre Réouverte seront identiques à celles applicables à l'Offre décrites à la section 1.7 du présent projet de note en réponse, étant toutefois précisé que les ordres d'apport à l'Offre Réouverte seront irrévocables.

Les BSAARs ne pourront être apportés à l'Offre Réouverte car les BSAARs seront arrivés à échéance préalablement à la date de clôture de l'Offre Réouverte et à son règlement-livraison.

1.9 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger

Les Co-Initiateurs ont indiqué que l'Offre est faite exclusivement en France.

Aucun document relatif à l'Offre n'est destiné à être diffusé dans des 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 et aucune démarche ne sera effectuée en ce sens.

Aucun document relatif à l'Offre, y compris le présent projet de note en réponse, ne constitue 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 vers qui une telle offre ne pourrait être valablement faite, y compris, le cas échéant, en violation de la directive 2003/71/CE dite Prospectus, telle que transposée au sein de chaque Etat-Membre de l'Espace Economique Européen. Les actionnaires de Havas 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.

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.

Les personnes venant à entrer en possession de tout 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 Etats. La Société et les Co-Initiateurs déclinent toute responsabilité en cas de violation par toute personne des restrictions légales ou réglementaires applicables.

Aucun document relatif à l'Offre 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 se trouvant aux Etats-Unis, 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 d'un document relatif 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 Havas ne pourra apporter ses actions à l'Offre s'il n'est pas en mesure de déclarer (i) qu'il n'a pas reçu aux Etats-Unis de copie de tout document relatif à l'Offre, et qu'il n'a pas envoyé de tels documents aux Etats-Unis, (ii) 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, (iii) 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 (iv) 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 des Co-Initiateurs, à la discrétion de ces derniers.

Pour les besoins du paragraphe précédent, 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. AVIS DU COMITÉ DE GROUPE DE LA SOCIÉTÉ

Le Comité de Groupe de Havas s'est réuni pour prendre connaissance des termes de l'Offre et du contenu du projet de note d'information et a donné, le 27 octobre 2014, l'avis suivant :

« Le Comité de Groupe Havas donne un avis favorable au projet d'Offre Publique d'Echange (OPE) de Bolloré sur Havas présentée en Comité de Groupe extraordinaire le 20 octobre 2014. Il considère cette Offre comme amicale.

Le Comité de Groupe Havas souhaite avoir un suivi de 6 à 12 mois afin de s'assurer des points suivants :

- impact neutre sur l'emploi, notamment les fonctions support et de Holding
- offre d'échange proposée valable pour tous types d'actionnaires Havas (BSAARs tout comme les salariés actionnaires via le FCPE)

Le Comité de Groupe à l'issue des 6 à 12 mois fera une communication à l'ensemble des salariés Havas sur le suivi de l'OPE. »

3. DÉCISIONS ET AVIS MOTIVÉ DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ

3.1 Rappel des décisions préalables du conseil d'administration et des travaux préparatoires relatifs à l'Offre

Le 17 octobre 2014, le conseil d'administration s'est réuni une première fois au siège social de la Société, suite à la notification faite à Havas par les Co-Initiateurs du projet d'Offre. Tous les membres du conseil d'administration étaient présents ou représentés.

Lors de cette réunion, qui s'est tenue sous la présidence du Président-Directeur Général de la Société, le conseil d'administration a pris connaissance de l'Offre. Il a procédé à un premier examen des principaux termes de ce projet d'Offre, qu'il considère comme amicale.

Le conseil d'administration de Havas a par ailleurs décidé de nommer la société Sorgem Evaluation en qualité d'expert indépendant afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'offre, en application de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF. 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 leur appartenance au Groupe Havas et au Groupe Bolloré, à savoir Monsieur Yannick Bolloré, la société Bolloré, représentée par Monsieur Cédric de Bailliencourt et la société Financière de Sainte-Marine, représentée par Monsieur Gilles Alix.

Lors de cette réunion, il a été décidé que quatre administrateurs indépendants rencontreraient l'expert aux fins de prendre connaissance de ses premières conclusions dans le cadre d'un rapport d'étape. Ces quatre administrateurs feront part de leur avis au conseil d'administration.

3.2 Compte-rendu des travaux préparatoires au conseil d'administration

Le 4 novembre 2014, quatre administrateurs indépendants se sont réunis en présence de la société Sorgem Evaluation afin de prendre connaissance d'un rapport d'étape établi par l'expert indépendant et d'en discuter les termes.

Lors de cette réunion, à laquelle assistaient Messieurs Patrick Soulard, Yves Cannac, Stéphane Israël, et Madame Delphine Arnault, ces administrateurs ont pris connaissance de ce rapport d'étape.

Au cours de cette séance, les échanges entre les administrateurs et l'expert ont notamment porté sur le caractère équitable de la parité proposée pour les actionnaires de Havas, ainsi que sur les conséquences de cette 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, 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.

Les administrateurs ont décidé de faire part au conseil d'administration du 17 novembre 2014 de leurs échanges et de leurs conclusions.

3.3 Réunion du conseil d'administration du 17 novembre 2014

Le conseil d'administration s'est réuni une seconde fois au siège social de la Société, afin notamment d'émettre l'avis prévu à l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, sous la présidence du Président-Directeur Général de la Société.

Tous les membres du conseil d'administration étaient présents ou représentés.

Lors des réunions du 17 octobre 2014, du 4 novembre 2014 et du 17 novembre 2014, il a été pris connaissance des documents suivants :

- le communiqué de presse des Co-Initiateurs en date du 17 octobre 2014 annonçant l'Offre ainsi que ses principales caractéristiques et modalités ;
- le projet de note d'information des Co-Initiateurs en date du 17 octobre 2014 contenant notamment les motifs de l'Offre, les intentions des Co-Initiateurs, ainsi que les caractéristiques et les éléments d'appréciation des conditions financières de l'Offre ;
- les premiers éléments du présent projet de note en réponse de la Société, contenant notamment le rappel des principales modalités de l'Offre ainsi que les informations concernant la Société, destiné à être déposé auprès de l'AMF ;

- le rapport de l'expert indépendant figurant en annexe du présent projet de note en réponse, établi conformément aux dispositions de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF, par la société Sorgem Evaluation, représentée par Monsieur Maurice Nussenbaum, étant précisé que, lors de sa réunion avec les administrateurs indépendants le 4 novembre 2014, l'expert indépendant a présenté ses premières conclusions dans le cadre d'un rapport d'étape.

Après avoir entendu l'expert indépendant et recueilli les conclusions des administrateurs indépendants, le conseil d'administration a alors pris connaissance du rapport de l'expert indépendant et de l'attestation d'équité délivrée par la société Sorgem Evaluation. A cet égard, le conseil d'administration a constaté que l'expert indépendant a confirmé aux administrateurs indépendants avoir reçu toutes les informations nécessaires à l'accomplissement de sa mission.

Le conseil a ainsi pris acte de la parité d'échange, au titre de laquelle les Co-Initiateurs proposent d'échanger 9 actions Bolloré contre 5 actions Havas, et 31 actions Bolloré contre 37 BSAARs Havas, après division par 100 du nominal de l'action Bolloré, qui sera soumise à l'assemblée générale des actionnaires de Bolloré du 27 novembre 2014.

Le conseil d'administration a en outre pris acte que cette Offre portait sur la totalité des actions non détenues, seules ou de concert, directement ou indirectement, par les Co-Initiateurs, qui sont d'ores et déjà émises ou qui seraient susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre ou de l'Offre Réouverte, au résultat de l'exercice des BSAARs ou des Options (Cf. section 1.5.1 ci-avant).

Il a également constaté que, conformément aux stipulations de la section 2.7.1 du projet de note d'information des Co-Initiateurs, l'Offre sera caduque de plein droit si, à la date de clôture, les Co-Initiateurs, seuls ou de concert, directement ou indirectement, ne détiennent pas un nombre d'actions représentant une fraction du capital ou des droits de vote de la Société supérieure à 50%, en tenant compte le cas échéant, des actions résultant de l'exercice des BSAARs apportés à l'Offre.

Après avoir pris connaissance de ces documents, le conseil d'administration a délibéré sur son avis motivé.

3.4 Avis motivé du conseil d'administration du 17 novembre 2014

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, le conseil d'administration a été appelé à donner son appréciation sur l'intérêt de l'Offre et sur les conséquences de celle-ci pour la Société, ses salariés et ses actionnaires.

Les membres du conseil d'administration ont échangé sur l'ensemble des éléments et documents qui leur ont été présentés.

Dans ce cadre, le conseil d'administration a pris en considération les éléments suivants figurant notamment dans le projet de note d'information établi par les Co-Initiateurs et le rapport d'expertise indépendante établi par Sorgem Evaluation, tout en apportant une attention toute particulière aux intentions des Co-Initiateurs :

Intérêts et conséquences pour Havas

- il s'agit d'une « opération amicale [qui] s'inscrit dans la continuité de l'investissement à long terme de Bolloré dans Havas, engagé depuis plus de dix ans » (Cf. section 1.1.1 du projet de note d'information des Co-Initiateurs) ;
- l'Offre a pour objet de renforcer la participation du Groupe Bolloré dans la Société, de façon à lui permettre de passer de 36,07% du capital à « une majorité significative du capital tout en maintenant la société Havas cotée, avec un niveau de flottant suffisant pour assurer la liquidité du titre » (Cf. section 1.1.1 du projet de note d'information des Co-Initiateurs) ;
- l'Offre traduit la « confiance de Bolloré dans la stratégie de Havas », ainsi que « sa volonté de l'accompagner dans son développement » (Cf. section 1.1.1 du projet de note d'information des Co-Initiateurs) ;
- le Groupe Bolloré « n'a pas l'intention de modifier les orientations stratégiques mises en œuvre par Havas afin de poursuivre son développement. Il n'entend pas modifier la stratégie et/ou la politique industrielle, commerciale et financière de la Société » (Cf. section 1.2.1 du projet de note d'information des Co-Initiateurs) ;
- Havas sera en mesure de maintenir sa visibilité sur le marché, dans la mesure où les Co-Initiateurs n'ont « pas l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre d'un retrait obligatoire visant les actions [...] de la Société » (Cf. section 1.2.6 du projet de note d'information des Co-Initiateurs), ni « l'intention de demander à Euronext Paris la radiation des actions [...] de la Société » (Cf. section 1.2.7 du projet de note d'information des Co-Initiateurs) ;

Intérêts et conséquences pour les salariés de Havas

- 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'impact sur l'emploi au sein de la Société » (Cf. section 1.2.2 du projet de note d'information des Co-Initiateurs) ;
- les Co-Initiateurs « n'anticipent aucune synergie significative de coûts ni de revenus, dont la matérialisation serait identifiable ou chiffrable à la date du présent projet de note d'information » (Cf. section 1.2.4 du projet de note d'information des Co-Initiateurs) ;
- « il n'est pas envisagé de procéder à une fusion entre une entité du Groupe Bolloré et Havas. Par ailleurs, le Groupe Bolloré n'a pas l'intention de céder ou de transférer le contrôle de Havas » (Cf. section 1.2.5 du projet de note d'information des Co-Initiateurs) ;
- A la différence d'une offre publique initiée par un groupe concurrent, l'offre du Groupe Bolloré apparaît très protectrice des intérêts des salariés de Havas.

Intérêts et conséquences pour les actionnaires de Havas

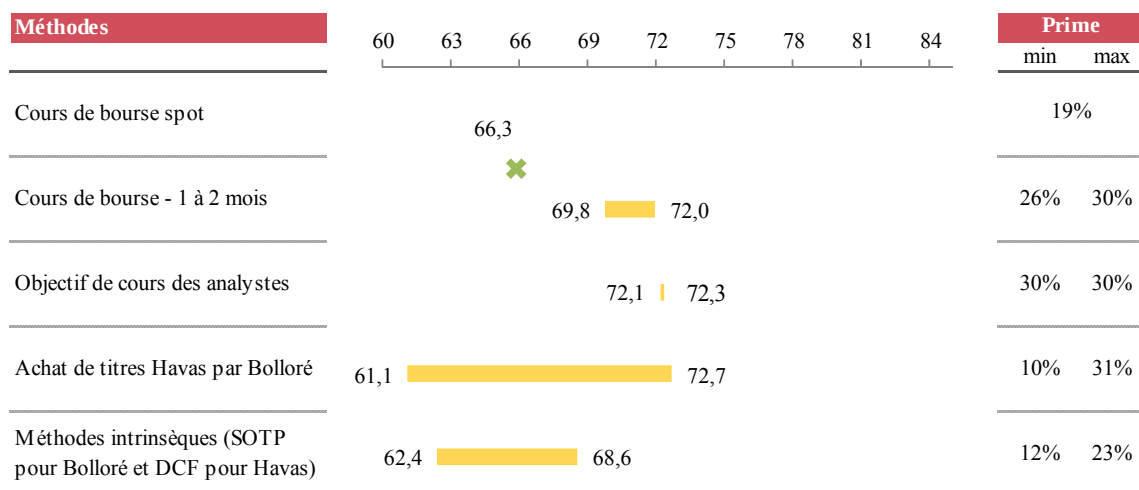
- le rapport d'échange proposé par les Co-Initiateurs (i.e. 9 actions Bolloré pour 5 actions Havas et 31 actions Bolloré pour 37 BSAARs Havas, après division par 100 du nominal de l'action Bolloré) équivaut à une valorisation unitaire de l'action Havas à hauteur de 6,82 euros (Cf. page 54 du rapport de l'expert indépendant) ainsi qu'à une valorisation globale de Havas à hauteur de 2,8 milliards d'euros
- cette opération « *offre l'opportunité, aux actionnaires de Havas qui le souhaitent, d'échanger leurs titres pour ceux d'un groupe diversifié dans des métiers en croissance, qui détient une part importante du capital de Havas* » (Cf. section 1.1.1 du projet de note d'information des Co-Initiateurs), tout en bénéficiant d'un prix supérieur au cours de bourse faisant ressortir une prime de 19% sur la base des derniers cours avant suspension au 17 octobre 2014, de 26% par rapport à la moyenne des cours sur un mois, et 30% par rapport à la moyenne des cours sur deux mois (Cf. page 91 du rapport de l'expert indépendant) ;
- les Co-Initiateurs offrent aux titulaires de titres Havas qui apporteront leurs actions et/ou leurs BSAARs à l'Offre, « *l'opportunité de devenir actionnaires de Bolloré et aussi de rester investis dans le secteur de la communication et des médias tout en devenant actionnaires d'un groupe diversifié aux activités internationales fortes et offrant un potentiel de croissance important* » (Cf. section 1.2.4 du projet de note d'information des Co-Initiateurs) ;
- cette opération « *permettra notamment aux actionnaires de Havas qui participeront à l'Offre, ainsi qu'aux actionnaires actuels de Bolloré, de bénéficier de la simplification de la structure du Groupe qui en résultera et d'une liquidité boursière accrue par l'augmentation du flottant* » (Cf. section 1.1.1 du projet de note d'information des Co-Initiateurs) ;
- A l'issue de l'Offre, « *la politique de dividende 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 ses filiales* » (Cf. section 1.2.8.1 du projet de note d'information des Co-Initiateurs) ;
- Bolloré indique qu'il « *augmentera désormais, à l'issue de l'Offre, son dividende pour atteindre un niveau de rendement équivalent à celui de Havas* » (Cf. section 1.2.8.2 du projet de note d'information des Co-Initiateurs).

Par ailleurs, les membres du conseil d'administration prennent acte du fait que l'expert indépendant a conclu dans son rapport que :

« 1. Parité offerte pour les actions Havas

Avant division du nominal de l'action Bolloré par 100, la parité offerte est de 9 actions Bolloré pour 500 actions Havas (ou 1 action Bolloré pour 55,56 actions Havas).

Le tableau suivant synthétise nos travaux d'évaluation sur Havas et Bolloré et les analyses de parité que l'on peut en tirer.



Nos travaux conduisent à considérer que l'actionnaire de Havas, libre d'apporter ses actions à l'Offre, devra prendre en considération les points suivants :

- La parité offerte fait apparaître une prime de 19% sur le cours au jour de l'annonce, 26% par rapport à la moyenne des cours sur 1 mois, et 30% par rapport à la moyenne des cours sur 2 mois, sachant que le cours du titre de Havas incorporait, sans doute, une légère prime spéculative.
- La parité offerte est supérieure dans une fourchette de 10% à 31% aux parités qui ressortaient quand Bolloré a acquis des titres Havas au cours de l'année passée.
- L'actionnaire minoritaire soucieux du fait (i) que l'Offre est libellée en titres, ce qui constitue souvent un signal négatif concernant la valeur du titre proposé, et (ii) que l'opération n'est pas susceptible de générer de synergies, pourra prendre en compte le fait que :
 - ✓ la liquidité du titre Bolloré est légèrement supérieure à celle du titre Havas sur une période d'un an et que ce différentiel de liquidité devrait s'accroître en faveur du titre Bolloré en cas de succès de l'Offre ;
 - ✓ il lui est offert une prime par rapport à la valeur intrinsèque de Havas ce que les approches suivantes mettent en exergue :
 - la comparaison des objectifs de cours des analystes fait apparaître une prime de 30% ;
 - la comparaison de la valeur de Bolloré par la méthode de la somme des parties (tenant compte d'une décote de conglomerat de 20%) et de Havas par la méthode DCF fait ressortir une prime comprise entre 12% et 23% par rapport à la Parité offerte.
 - Eu égard aux déclarations explicites des Initiateurs et au taux de détention de Bolloré dans le capital de Havas qui rendent aléatoire l'hypothèse d'une opération future sur Havas en numéraire susceptible d'incorporer des synergies, ces niveaux de prime compensent de manière réaliste la perte d'opportunité de participer à ce type d'opération en apportant à l'Offre.

Ainsi, la parité proposée sur les actions Havas est équitable car elle offre une prime tant sur un cours de bourse, qui intégrait lui-même déjà une légère prime spéculative, que sur la valeur intrinsèque de Havas.

1.2 Parité offerte sur les BSAAR Havas

Si la parité offerte sur les actions Havas est équitable (ce qui est la conclusion à laquelle nous aboutissons au paragraphe précédent), la question du caractère équitable de l'offre proposée sur les BSAAR revient à la question du choix de la valeur retenue pour l'action Havas pour valoriser les BSAAR.

Les méthodes d'évaluation de l'action Havas font ressortir des valeurs comprises entre 5,89€ et 7,44€ (méthode par les multiples boursiers et méthode par l'actualisation des flux de trésorerie) : la moyenne des ces valeurs extrêmes (6,66€) fait ressortir un écart faible (3%) entre la parité théorique et la parité offerte.

La référence aux cours de bourse est clé, dans la mesure où l'échéance du BSAAR est proche. Entre le 20 octobre et le 31 octobre 2014 (depuis l'annonce de l'Offre), le cours de clôture Havas a évolué entre 5,8€ et 6,5€ (respectivement au 20 octobre et au 31 octobre). Les derniers cours de bourse font donc ressortir un écart très faible (moins de 5%) entre la parité théorique déterminée à partir de différentes approches de valorisation de l'action Havas, et en particulier les approches intrinsèques et la parité offerte.

La parité proposée sur les BSAAR de Havas est donc équitable. »

Ainsi, sur la base de l'ensemble de ces éléments, et eu égard notamment :

- à l'intention des Co-Initiateurs de respecter les orientations stratégiques du Groupe Havas,
- aux engagements du Groupe Bolloré dans le secteur de la communication et des médias,
- au maintien de la visibilité de Havas sur le marché, en l'absence de demande de mise en œuvre d'un retrait obligatoire et de demande de radiation des actions Havas,
- à l'absence d'impact sur l'emploi au niveau du Groupe et à l'avis favorable du comité de groupe du 27 octobre 2014, qui considère notamment cette Offre comme amicale,
- à la parité proposée aux détenteurs de titres Havas, supérieure à la valeur intrinsèque du Groupe Havas,
- au caractère équitable de la parité offerte sur les BSAARs,
- à la baisse du cours de l'action Bolloré, d'environ 15% sur les six derniers mois à compter du 17 octobre 2014, et au cours de l'action Bolloré, sur la base du cours avant suspension au 17 octobre 2014, inférieur à la valeur intrinsèque du Groupe Bolloré, telle qu'elle ressort de l'évaluation faite par l'expert indépendant,

- à la liquidité de l'action Bolloré, légèrement supérieure à celle de l'action Havas, et au renforcement de la liquidité de l'action Bolloré en cas de succès de l'Offre,

le conseil d'administration a alors considéré, à l'unanimité, Monsieur Yannick Bolloré, la société Bolloré, représentée par Monsieur Cédric de Bailliencourt et la société Financière de Sainte-Marine, représentée par Monsieur Gilles Alix ne prenant pas part au vote, que l'Offre était réalisée dans l'intérêt de la Société, de ses salariés et de ses actionnaires.

S'agissant du choix d'apporter ou non ses actions ou BSAARS à l'Offre, le conseil d'administration, qui considère favorablement cette Offre, recommande aux actionnaires de Havas ainsi qu'aux porteurs de BSAARS d'apporter leurs titres à l'Offre.

4. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE HAVAS

Les membres du conseil d'administration ont indiqué, à l'unanimité, leur intention (i) d'apporter à l'Offre les actions Havas et les BSAARS qu'ils détiennent, à l'exception des actions conservées à raison de leur qualité d'administrateur et (ii) d'apporter à l'Offre les BSAARS qu'ils détiennent ou de les exercer et d'apporter à l'Offre les actions Havas qui en seront issues.

5. INTENTION DE LA SOCIÉTÉ QUANT AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES

Le conseil d'administration, réuni dans la composition mentionnée à la section 3.3 ci-dessus, a pris acte que la Société ne détenait directement aucune de ses propres actions.

6. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT – ATTESTATION D'ÉQUITÉ

En application de l'article L. 261-1 I du règlement général de l'AMF, le conseil d'administration de Havas, lors de sa séance du 17 octobre 2014, a désigné le cabinet Sorgem Evaluation, représenté par M. Maurice Nussenbaum, en qualité d'expert indépendant afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Le rapport de l'expert est intégralement reproduit en annexe du présent projet de note en réponse.

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

7.1 Structure et répartition du capital

À la date de la présente note en réponse, le capital de Havas s'élève à 165.833.826 euros, divisé en 414.584.567 actions de 0,40 euro de valeur nominale chacune.

À la date de la présente note en réponse, et à la connaissance de la Société, le capital social et les droits de vote de Havas sont répartis comme suit :

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote ⁽¹⁾	% des droits de vote
Groupe Bolloré ⁽²⁾⁽³⁾	149.527.398	36,07	149.527.398	36,07
Sociétés contrôlées par la famille de Messieurs Leopoldo Rodés Castañe et Fernando Rodés Vilà	7.472.511	1,80	7.472.511	1,80
Conseil d'administration et dirigeants ⁽⁴⁾	396.439	0,10	396.439	0,10
Salariés ⁽⁵⁾	314.501	0,08	314.501	0,08
Autres actionnaires détenant plus de 5% du capital ⁽⁶⁾ :				
Parvus Asset Management LLC ⁽⁷⁾	24.443.028	5,90	24.443.028	5,90
Public	232.430.690	56,05	232.430.690	56,05
TOTAL⁽⁸⁾	414.584.567	100	414.584.567	100

(1) Droits de vote théoriques conformément aux dispositions de l'article 223-11 du règlement général de l'AMF.

(2) Dont M. Vincent Bolloré (5.000 actions).

(3) Une déclaration de participation, au titre de l'article 234-5 du Règlement général de l'AMF, a été mise en ligne sur le site de l'AMF le 14 janvier 2014.

(4) Hors Monsieur Vincent Bolloré, Bolloré SA, Financière de Sainte-Marine et les sociétés contrôlées par la famille Rodés.

(5) Capital et droits de vote détenus par le personnel par l'intermédiaire d'organismes de placement collectif au 7 novembre 2014.

(6) Sur la base des déclarations de franchissements de seuils portées à la connaissance de la Société au titre de l'exercice 2014.

(7) Une déclaration de participation, au titre de l'article 231-46 du Règlement général de l'AMF a été mise en ligne sur le site de l'AMF le 12 novembre 2014.

(8) Étant précisé que 10 actions Havas sont autocontrôlées et donc privées de droit de vote.

7.2 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions

Obligation de déclaration de franchissements de seuils

L'article 11 des statuts de la Société prévoit que, outre les seuils prévus par les dispositions législatives et réglementaires applicables, 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 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 actionnaire détenant 5% au moins du capital social.

Transfert d'actions

Aucune clause des statuts n'a pour effet de restreindre les transferts d'actions.

7.3 **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 Havas en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce.

7.4 **Participations directes et indirectes au capital de Havas ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil(s) ou d'une déclaration d'opération sur titres**

À la date du présent document, les actionnaires détenant plus de 5% de son capital et/ou de ses droits de vote sont indiqués dans le tableau figurant à la section 7.1 ci-avant.

Depuis le 1^{er} janvier 2014, la Société a reçu les déclarations de franchissement de seuils suivantes :

Franchissement de seuil par	Franchissement de seuil statutaire ou légal déclaré	Date	% du capital	% des DV
Financière de Sainte-Marine	28% du capital et des droits de vote à la baisse	9 janvier 2014	27,95	27,95
Parvus Asset Management (UK) LLP	8% du capital et des droits de vote à la hausse	21 janvier 2014	8,89	8,89
York Capital Management Global Advisors LLC	2% du capital et des droits de vote à la hausse	24 avril 2014	2,05	2,05
Bank of America Corporation	2% du capital et des droits de vote à la hausse	23 mai 2014	2,356	2,356
Citigroup Inc.	2% du capital et des droits de vote à la hausse	5 juin 2014	2,7595	2,7595
UBS AG	5% du capital et des droits de vote à la hausse	6 juin 2014	8,61	8,61
UBS AG	5% du capital et des droits de vote à la baisse	16 juin 2014	4,97	4,97
Bank of America Corporation	2% du capital et des droits de vote à la baisse	12 juin 2014	≥ 2	≥ 2
UBS AG	5% du capital et des droits de vote à la hausse	17 juin 2014	5,20	5,20
UBS AG	5% du capital et des droits de vote à la baisse	18 juin 2014	4,84	4,84
Citigroup Inc.	2% du capital et des droits de vote à la baisse	19 juin 2014	1,4764	1,4764
UBS Investment Bank, Wealth Management and Corporate Centre	2% du capital et des droits de vote à la baisse	19 juin 2014	1,91	1,91
Citigroup Inc.	2% du capital et des droits de vote à la hausse	20 juin 2014	2,7589	2,7589
York Capital Management Global Advisors LLC	2% du capital et des droits de vote à la baisse	26 juin 2014	1,98	1,98
York Capital Management Global Advisors LLC	2% du capital et des droits de vote à la hausse	29 juillet 2014	2,03	2,03

Les déclarations relatives aux franchissements de seuils légaux et statutaires dans l'actionnariat de la Société (du 1^{er} janvier au 31 décembre 2013) figurent en page 63 du Document de Référence 2013 de la Société déposé auprès de l'AMF le 17 avril 2014 sous le numéro D.14-0382.

7.5 Listes des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci

Néant.

7.6 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.

7.7 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance pouvant entraîner des restrictions aux transferts d'actions et à l'exercice des droits de vote

À la connaissance de Havas, à la date de la présente note en réponse, 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.

7.8 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de Havas

Règles relatives à la composition du conseil d'administration, à la nomination et au remplacement de ses membres

En vertu de l'article 15 de ses statuts, la Société est administrée par un conseil d'administration composé de trois (3) membres au moins et de dix-huit (18) 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.

Règles relatives à la modification des statuts de Havas

L'assemblée générale extraordinaire est seule compétente pour modifier les statuts de la Société, conformément aux dispositions législatives et réglementaires en vigueur.

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.

7.9 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.

Conformément à la décision du conseil d'administration, en date du 30 août 2013, le Directeur Général doit recueillir l'accord du conseil d'administration avant de prendre les décisions suivantes :

- (i) achat, vente ou apport d'immeubles, fonds de commerce ou titres de participation ;
- (ii) conclusion ou cession d'un crédit-bail immobilier ;
- (iii) création de filiale ;
- (iv) emprunts autres que les découverts et crédits mobilisables à court terme ;
- (v) prêts ;
- (vi) de manière plus générale, toutes opérations emportant acquisition ou transfert de propriété d'éléments d'actifs ;

dès lors que la valeur des actifs concernés par l'une quelconque des opérations définies ci-avant est supérieure à 23 millions d'euros.

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 :

Nature de l'autorisation	Montant autorisé et plafond global	Date de l'assemblée	Durée de l'autorisation	Montants utilisés
Délégation de compétence donnée 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.	Montant nominal maximal d'augmentation de capital : 70 millions d'euros, étant précisé que le montant des augmentations de capital susceptibles d'être réalisées en vertu des résolutions n°23, 25 et 26 s'impute sur ce plafond. Montant nominal maximal des titres de créance : 400 millions d'euros	05/06/2014 (22 ^{ème} résolution)	26 mois.	Néant.

Délégation de compétence donnée au conseil d'administration pour décider l'augmentation du capital social par incorporation de primes, réserves, bénéfices ou autres.	Montant nominal maximal d'augmentation de capital : 70 millions d'euros. Ce montant s'impute sur le plafond global prévu à la 22 ^{ème} résolution.	05/06/2014 (23 ^{ème} résolution)	26 mois.	Néant.
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.	Dans la limite de 10% du capital de la Société à quelque moment que ce soit.	05/06/2014 (24 ^{ème} résolution)	26 mois.	Néant.
Délégation de compétence donnée 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.	Montant nominal maximal d'augmentation de capital : 3% du capital de la Société au 05/06/2014. Ce montant s'impute sur le plafond global prévu à la 22 ^{ème} résolution. Les nombres maximaux d'actions susceptibles d'être émises en vertu de la 25 ^{ème} et de la 26 ^{ème} résolution ne sont, en outre, pas cumulatifs et ne peuvent excéder 3% du capital de la Société au 05/06/2014.	05/06/2014 (25 ^{ème} résolution)	26 mois.	Néant.
Délégation de compétence donnée au conseil d'administration pour augmenter le capital social au profit de catégories de bénéficiaires déterminés avec suppression du droit préférentiel de souscription.	Montant nominal maximal d'augmentation de capital : 3% du capital de la Société au 05/06/2014. Ce montant s'impute sur le plafond global prévu à la 22 ^{ème} résolution. Les nombres maximaux d'actions susceptibles d'être émises en vertu de la 25 ^{ème} et de la 26 ^{ème} résolution ne sont, en outre, pas cumulatifs et ne peuvent excéder 3% du capital de la Société au 05/06/2014.	05/06/2014 (26 ^{ème} résolution)	18 mois.	Néant.
Autorisation donnée au conseil d'administration pour acquérir des actions de la Société.	Prix maximum d'achat (hors frais d'acquisition) : 6 euros par action. Dans la limite d'un nombre maximum de 35 millions d'actions.	05/06/2014 (20 ^{ème} résolution)	18 mois.	Néant.
Autorisation donnée au conseil d'administration pour réduire le capital de la Société par annulation des actions précédemment rachetées dans le cadre d'un programme de rachat d'actions.	Réduction du capital dans la limite de 10% du capital par périodes de 24 mois.	05/06/2014 (21 ^{ème} résolution)	18 mois.	Néant.

7.10 Accords conclus par la Société et prenant fin en cas de changement de contrôle de la Société

En juillet 2013, la Société a émis un emprunt obligataire contenant une clause de remboursement anticipé en cas de prise de contrôle. Cette clause ne s'applique pas aux sociétés du Groupe Bolloré, et, en conséquence, n'a pas vocation à s'appliquer du fait de la réalisation de l'Offre.

À la date du présent document, la Société dispose également de plusieurs lignes de crédit bilatérales dont cinq comportent une clause de changement de contrôle. Ces clauses ne s'appliquent pas aux sociétés du Groupe Bolloré, et, en conséquence, n'ont pas vocation à s'appliquer du fait de la réalisation de l'Offre.

À la connaissance de la Société, il n'existe aucun autre accord contenant une clause de changement de contrôle susceptible d'être mise en œuvre du fait de l'Offre.

7.11 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration, les dirigeants ou les principaux salariés de Havas, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

Les accords de ce type concernant le Directeur Général et certains membres du conseil d'administration sont décrits à la section 15.6 figurant aux pages 49 et 50 du Document de Référence 2013 de la Société déposé auprès de l'AMF le 17 avril 2014 sous le numéro D.14-0382.

8. MISE À DISPOSITION DES AUTRES INFORMATIONS RELATIVES À LA SOCIÉTÉ

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les « Autres informations » relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société feront l'objet d'une note spécifique déposée auprès de l'AMF et mise à disposition du public selon les modalités propres à assurer une diffusion effective et intégrale, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre.

9. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE EN RÉPONSE

« À ma connaissance, les données de la présente note en réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Yannick Bolloré

Président-Directeur Général

ANNEXE

RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT

● **ATTESTATION D'EQUITE CONCERNANT L'OFFRE
PUBLIQUE D'ECHANGE VISANT LES ACTIONS ET LES
BONS DE SOUSCRIPTION D'ACTIONS (BSAAR) DE LA
SOCIETE HAVAS**

Paris, 17 novembre 2014

N/Réf. : 14/189/D/MN/TG/TH/ASH

Sommaire

I.	PRESENTATION DE L'OFFRE.....	5
1.	Présentation des Initiateurs.....	5
2.	Présentation d'Havas	7
3.	Présentation des motifs de l'Offre	7
4.	Présentation des termes de l'Offre.....	8
5.	Définition du caractère équitable de l'Offre	8
II.	PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT, DES PERSONNES ASSOCIEES A LA REALISATION DE LA MISSION	11
1.	Présentation de Sorgem Evaluation.....	11
2.	Présentation des personnes associées à la réalisation de la mission.....	11
3.	Déclaration d'indépendance.....	12
4.	Réserves	12
III.	PRESENTATION DES SOCIETES CONCERNEES PAR L'OFFRE.....	14
1.	Présentation de Bolloré	14
1.1	Un conglomérat au portefeuille d'activités très diverses.....	14
1.1.1.	Un socle d'activités dans le domaine de la logistique et du transport conjuguant croissance et génération de trésorerie.....	14
1.1.2.	... ayant permis de financer des activités nouvelles dans le domaine des solutions de stockage d'électricité et des médias.....	16
1.1.3.	Un portefeuille de participations financières ayant été à l'origine d'importantes plus-values et à la base de nouveaux développements	17
1.2	Un conglomérat à la structure actionnariale complexe	18
1.3	Synthèse sur les forces et faiblesses de Bolloré et les menaces et opportunités sur ses marchés.....	19
2.	Présentation d'HAVAS	20
2.1	Présentation des activités d'Havas.....	20
2.2	Présentation générale du marché	21
2.3	Analyse des caractéristiques financières d'Havas.....	23
2.3.1.	Présentation du compte de résultat sur la période 2008 / 1 ^{er} semestre 2014.....	23
2.4	Présentation du bilan économique sur la période 2008 / 1 ^{er} semestre 2014	26
3.	Synthèse sur les forces et faiblesses d'Havas et les menaces et opportunités sur son marché.....	28
IV.	EVALUATION DES ACTIONS D'HAVAS	30
1.	Méthodes d'évaluation et références écartées	30
1.1	Méthode de l'actif net réévalué.....	30
1.2	Méthode de l'actualisation des dividendes	30
1.3	Référence à l'actif net comptable	31
1.4	Méthode des transactions comparables.....	31
2.	Eléments permettant de passer de la valeur d'entreprise à la valeur par action	34
2.1	Eléments permettant de passer de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres	34
2.2	Nombre d'actions pris en compte	35
3.	Référence au cours de bourse.....	35
3.1	Evolution du cours de bourse sur deux années.....	35

3.2	Evolution du cours de Havas depuis la Date d'annonce.....	37
4.	Référence aux objectifs de cours des analystes.....	38
5.	Référence aux transactions récentes réalisées sur le capital.....	38
6.	Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie.....	39
6.1	Présentation des prévisions retenues.....	39
6.2	Détermination du taux d'actualisation.....	41
6.2.1.	Principe.....	41
6.2.2.	Taux sans risque et prime de risque pays.....	42
6.2.3.	Prime de risque moyenne du marché.....	42
6.2.4.	Coefficient beta.....	43
6.2.5.	Calcul du taux d'actualisation retenu (KFP).....	44
6.3	Hypothèse de calcul de la valeur terminale.....	44
6.4	Résultats de la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs.....	44
7.	Méthode des multiples de sociétés comparables cotées.....	45
7.1	Principes.....	45
7.2	Présentation des sociétés retenues.....	45
7.3	Valeur de l'action Havas déterminée par la méthode des multiples de sociétés comparables cotées.....	47
8.	Synthèse des travaux.....	47
V.	EVALUATION DES BSAAR D'HAVAS	49
1.	Présentation des BSAAR.....	49
2.	Détermination de la méthode de valorisation des BSAAR.....	49
3.	Cours de bourse du BSAAR – à titre indicatif uniquement.....	50
4.	Analyse de valeur du BSAAR par les simulations Monte-Carlo.....	51
4.1	Détermination des paramètres de valorisation des BSAAR 2006.....	51
4.1.1.	La Date d'Evaluation et la durée de vie résiduelle.....	51
4.1.2.	L'action sous-jacente et sa valeur.....	51
4.1.3.	Le taux sans risque et le taux de prêt – emprunt de titres.....	51
4.1.4.	Dividendes attendus d'ici l'échéance.....	51
4.1.5.	La volatilité attendue du sous-jacent.....	52
4.1.6.	La clause de forçage.....	53
5.	Résultat des travaux de valorisation.....	53
VI.	EVALUATION DE BOLLORE	55
1.	Méthodes d'évaluation et références écartées.....	55
1.1	Méthode de l'actualisation des dividendes.....	55
1.2	Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie mise en œuvre globalement.....	55
1.3	Méthodes des multiples mises en œuvre globalement.....	56
1.4	Référence à l'actif net comptable.....	56
2.	Éléments permettant de passer de la valeur d'entreprise à la valeur par action.....	56
2.1	Éléments permettant de passer de la valeur d'entreprise à la valeur des titres.....	56
2.2	Nombre de titres pris en compte.....	57
2.2.1.	Détermination du nombre de titres total.....	57
2.2.2.	Analyse de l'impact des boucles d'autocontrôle.....	57
3.	Référence au cours de bourse.....	58
3.1	Evolution du cours de bourse sur deux années jusqu'à la date d'annonce.....	58
3.2	Evolution du cours de bourse depuis l'annonce de l'offre.....	60
3.3	Comparaison de la liquidité des titres Bolloré et Havas.....	61

4.	Référence aux objectifs de cours des analystes.....	63
5.	Référence aux achats et aux ventes par Bolloré sur ses propres titres	64
6.	Méthode de la somme des parties	65
6.1	Principe	65
6.2	Prise en compte d'une décote de conglomérat	66
6.2.1.	Quel est le fondement de la décote de holding / conglomérat ?.....	66
6.2.2.	Quels sont les arguments pour ou contre l'application d'une décote de holding – conglomérat à Bolloré ?	66
6.2.3.	Application au cas d'espèce.....	67
6.3	Valorisation des actifs opérationnels de Bolloré	67
6.3.1.	Principes	67
6.3.2.	Bolloré Africa Logistics (« BAL »).....	69
6.3.3.	Bolloré Logistics (« BLX »).....	71
6.3.4.	Communication, Média et Télécoms	73
6.3.5.	Stockage d'électricité et solutions	75
6.3.6.	Autres activités et Holding.....	79
6.4	Participations financières cotées hors Groupe	80
6.5	Boucles d'auto-détention	81
6.6	Résultats de la méthode.....	81
7.	Synthèse des travaux.....	83
VII.	ANALYSE DES TRAVAUX REALISES PAR LES ETABLISSEMENTS PRESENTATEURS ET LE CONSEIL FINANCIER	84
1.	Evaluation des actions et des BSAAR Havas	84
1.1	Evaluation des actions Havas	84
1.1.1.	Commentaires sur le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres	85
1.1.2.	Commentaires sur la mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers	86
1.1.3.	Commentaires sur la mise en œuvre de la méthode des DCF	86
1.2	Commentaires sur l'évaluation des BSAAR	86
2.	Analyse des travaux sur Bolloré.....	86
2.1	Les éléments d'ajustement de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres	87
2.2	La prise en compte des boucles d'auto-détention	88
2.3	La valorisation des actifs opérationnels.....	88
2.3.1.	Bolloré Africa Logistics	88
2.3.2.	Bolloré Logistics.....	89
2.3.3.	Le pôle solution de stockage d'électricité	89
2.3.4.	Bolloré Energie	90
2.4	Le portefeuille de participations financières.....	90
VIII.	SYNTHESE DE NOS TRAVAUX ET ATTESTATION SUR LE CARACTERE EQUITABLE DE L'OFFRE	91
1.	Parité offerte pour les actions Havas	91
2.	Parité offerte sur les BSAAR Havas.....	92

Le conseil d'administration de la société Havas (« la Société » ou « Havas ») a désigné Sorgem Evaluation, représentée par M. Maurice Nussenbaum, en qualité d'expert indépendant, au cours de sa séance du 17 octobre 2014, dans le cadre de l'offre publique d'échange (« l'Offre » ou « l'OPE ») visant ses actions et ses bons de souscription d'action (« les BSAAR ») lancée par les sociétés Bolloré (« le Groupe » ou « Bolloré »), Compagnie du Cambodge (« Cambodge »), et Société Industrielle et Financière de l'Artois (« Artois »)¹.

Les parités de l'Offre (« les Parités ») ont été fixées à 9 actions Bolloré contre 5 actions Havas et 31 actions Bolloré contre 37 BSAAR Havas, en tenant compte de la division par 100 du nominal de l'action Bolloré qui sera soumise à l'assemblée générale des actionnaires de Bolloré le 27 novembre 2014.

Avant division du nominal, la Parité est de 9 actions Bolloré pour 500 actions Havas (ou encore 1 action Bolloré pour environ 55,56 actions Havas).

Cette désignation et le présent rapport s'inscrivent dans le cadre de l'article 261-1 I du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (« AMF ») qui stipule que « *la société visée par une offre publique d'acquisition désigne un expert indépendant lorsque l'opération est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein de son conseil d'administration (...) de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé mentionné à l'article 231-19 ou de mettre en cause l'égalité des actionnaires ou des porteurs des instruments financiers qui font l'objet de l'offre* ». Plus spécifiquement, notre intervention trouve son fondement dans l'alinéa 5° qui vise lui le cas où « *l'offre porte sur des instruments financiers de catégories différentes* ».

Nous avons effectué nos diligences dans le respect des dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF et de son instruction d'application n° 2006-08 du 25 juillet 2006, complétée des recommandations de l'AMF en date du 28 septembre 2006, modifiées le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010. Nos diligences sont détaillées en annexe 1.

¹ Bolloré, Cambodge et Artois seront désignés conjointement « les Initiateurs » dans le reste du rapport.

I. PRESENTATION DE L'OFFRE

1. Présentation des Initiateurs

Bolloré SA, est une société anonyme au capital de 439.157.968 euros, dont le siège social est situé à Odet, 29500 Ergué-Gabéric, qui est immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Quimper sous le numéro 055 804 124, et dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment A du marché réglementé d'Euronext à Paris sous le code ISIN FR0000039299.

Il s'agit de la société holding des activités opérationnelles de Bolloré. Ses activités s'étendent des concessions portuaires en Afrique, à la fabrication de batteries électriques en passant par les activités de logistique et de transport dans le monde entier, mais également la distribution d'énergie principalement en France, la publicité et la gestion d'investissements financiers.

Son capital se répartit à la date du 17 octobre 2014 comme suit :

Actionnaires	Nombre d'actions*	%	Nombre de droits de vote	%
Bolloré Participations	535	0,0%	535	0,0%
Financière V	213	0,0%	213	0,0%
Sofibol	214	0,0%	214	0,0%
Financière de l'Odet	18 480 558	67,3%	18 480 558	73,4%
Nord-Sumatra investissements	2 001	0,0%	0	0,0%
Cambodge	970 985	3,5%	0	0,0%
Artois	1 120 565	4,1%	0	0,0%
Imperial Mediterranean	152 720	0,6%	0	0,0%
Société Bordelaise Africaine	17 829	0,1%	0	0,0%
M. Vincent Bolloré	102 639	0,4%	102 639	0,4%
Total Groupe	20 848 259	76,0%	18 584 159	73,8%
Autres actionnaires	6 599 114	24,0%	6 599 114	26,2%
Total d'actions émises (1)	27 447 373		25 183 273	

* avant division du nominal

(1) dont 3 500 actions Bolloré émises le 11 octobre 2014 lors d'une attribution d'actions gratuites

Compagnie du Cambodge, est une société anonyme au capital de 23.508.870 euros, dont le siège social est situé 31-32 Quai de Dion-Bouton, 92800 Puteaux, qui est immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 552 073 785 dont les actions sont cotées sur le compartiment A d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0000079659.

Holding intermédiaire du Groupe Bolloré, elle détient indirectement des participations dans les sociétés opérationnelles du Groupe. Elle est entre autres, actionnaire de Bolloré SA, dont elle détient 3,5% du capital et elle détient indirectement 15,3% de Havas .

Son capital se répartit à la date du 31 août 2014 comme suit :

Actionnaires	Nombre d'actions	%	Nombre de droits de vote	%
Plantation des Terres Rouges	346 032	61,8%	346 032	61,8%
Compagnie des Glénans	123 445	22,1%	123 445	22,1%
Bolloré	55 963	10,0%	55 963	10,0%
Financière du Champs de Mars	27 987	5,0%	27 987	5,0%
Bolloré Participations	67	0,0%	67	0,0%
Sofiprom	1	0,0%	1	0,0%
Total Groupe	553 495		553 495	
Autres actionnaires	6 240	1,1%	6 240	1,1%
Total d'actions émises	559 735		559 735	

La **Société Industrielle et Financière de l'Artois**, est une société anonyme au capital de 5.324.000 euros, dont le siège social est situé 31-32 Quai de Dion-Bouton, 92800 Puteaux, qui est immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 562 078 261, et dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment A d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0000076952.

Holding intermédiaire du Groupe Bolloré, elle détient indirectement des participations dans les sociétés opérationnelles du Groupe. Elle est entre autres, actionnaire de Bolloré SA, dont elle détient 4,1% du capital et elle détient indirectement 3,3% de Havas.

Son capital se répartit à la date du 31 août 2014 comme suit :

Actionnaires	Nombre d'actions*	%	Nombre de droits de vote	%
Moncey	111 947	42,1%	111 947	42,1%
Société Bordelaise Africaine	80 368	30,2%	80 368	30,2%
Cambodge	19 494	7,3%	19 494	7,3%
SocFrance	18 194	6,8%	18 194	6,8%
Bolloré	24 809	9,3%	24 809	9,3%
Bolloré Participations	25	0,0%	25	0,0%
Total Groupe	254 837		254 837	
Autres actionnaires	11 363	4,3%	11 363	4,3%
Total d'actions émises	266 200		266 200	

2. Présentation d'Havas

Havas est une société anonyme dont le siège social est situé au 29-30 Quai de Dion-Bouton, 92817 Puteaux, qui est immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 335 480 265, et dont les actions et les BSAAR sont admis aux négociations sur le compartiment A d'Euronext paris sous les codes ISIN FR0000121881 et FR0010562058.

Havas est la 6^{ème} agence sur le marché du conseil en publicité et communication.

Le capital de la société se répartit à la date du 17 octobre 2014 comme suit :

Actionnaires	Nombre d'actions*	%	Nombre de droits de vote	%
Financière de Sainte Marine	114 269 037	27,6%	114 269 037	27,6%
Bolloré SA	35 253 361	8,5%	35 253 361	8,5%
M. Vincent Bolloré	5 000	0,0%	5 000	0,0%
Total Groupe Bolloré	149 527 398	36,2%	149 527 398	36,2%
Autres	263 953 719	63,8%	263 953 719	63,8%
Total d'actions émises (2)	413 481 117		413 481 117	

3. Présentation des motifs de l'Offre

Selon les Initiateurs², l'Offre « *s'inscrit dans la continuité de l'investissement à long terme de Bolloré dans Havas, engagé depuis plus de dix ans* ». Les Initiateurs n'ont donc pas l'intention de modifier les orientations d'Havas et n'anticipent « *aucune synergie significative de coûts ni de revenus, dont la matérialisation serait identifiable ou chiffrable* ».

L'objectif des Initiateurs est d'obtenir « *une majorité significative tout en maintenant la société Havas cotée, avec un niveau de flottant suffisant pour assurer la liquidité du titre* ».

Les Initiateurs ont indiqué ne pas envisager « *procéder à une fusion entre une entité du Groupe Bolloré et Havas* » et de ne pas « *céder ou transférer le contrôle de Havas* ».

² Les extraits cités dans ce paragraphe sont issus du projet de note d'information des Initiateurs.

Les Initiateurs estiment que le succès de l'Offre permettrait aux actionnaires de Bolloré de bénéficier d'une certaine simplification de la structure capitalistique du Groupe, d'une augmentation du flottant, et d'une amélioration de la liquidité du titre.

4. Présentation des termes de l'Offre

Les Parité proposées sont de 9 actions Bolloré pour 5 actions Havas et 31 actions Bolloré pour 37 BSAAR Havas.

Ces parités s'entendent après la division du nominal de l'action Bolloré par 100 qui sera proposée à l'assemblée générale de Bolloré du 27 novembre 2014, pour laquelle Financière de l'Odé, détenant 73% des droits de vote, s'est déjà engagée à voter favorablement.

Sur la base du nominal actuel, la parité offerte ressort à :

- 1 action Bolloré pour environ 55,56 actions Havas apportées à l'Offre ;
- 1 action Bolloré pour environ 119,35 BSAAR Havas apportés à l'Offre.

5. Définition du caractère équitable de l'Offre

L'analyse du caractère équitable de l'Offre conduit à prendre en compte les éléments suivants :

- **Du point de vue des Initiateurs**, il s'agit d'une **offre volontaire** et non d'une offre obligatoire dans la mesure où aucune disposition réglementaire (franchissement d'un seuil réglementaire par exemple) ne les oblige à lancer une offre.
- **Du point de vue des actionnaires minoritaires**, il s'agit d'une **offre facultative** à laquelle ils sont **libres de répondre** favorablement ou non en décidant d'apporter ou de conserver leurs titres.
- **Du point de vue réglementaire**, notre intervention est motivée par (i) l'existence du **conflit d'intérêt potentiel** résultant de la position des Initiateurs au sein du conseil d'administration d'Havas, et (ii) l'**existence de deux catégories de titres** et la possibilité d'une **rupture de l'égalité de traitement** entre les porteurs de ces deux catégories de titres.

Dans un tel contexte, nous estimons que l'OPE peut être considérée comme équitable si elle présente un **intérêt pour les actionnaires qui souhaitent apporter leurs titres à l'Offre**, (condition n°1) **sans** toutefois (i) **pénaliser les actionnaires qui préfèrent conserver** leurs titres (condition n°2) et (ii) **remettre en cause l'égalité de traitement** entre les porteurs des actions et des BSA (condition n°3).

L'analyse de l'intérêt pour les actionnaires désireux d'apporter leurs titres à l'Offre conduit à s'interroger sur le niveau de la prime offerte par l'Initiateur et doit donc prendre en considération les aspects suivants :

a) Une prime se justifie au moment du lancement de l'Offre (i) si la valeur intrinsèque³ d'un titre est supérieure à son cours de bourse et (ii) si l'opération est susceptible de générer des synergies dont la répartition dépend du rapport de force entre les parties dans le cadre de la négociation.

A cet égard, la présente opération n'est pas susceptible de générer de synergies dans la mesure où les Initiateurs ont indiqué vouloir poursuivre la stratégie menée et où les métiers de Bolloré sont très différents de ceux de Havas.

b) Les actionnaires minoritaires qui détenaient leurs titres dans l'espoir d'une opération impliquant un acteur du secteur, susceptible de générer des synergies, pourront toujours les conserver tout en notant que les Initiateurs ont manifesté leur intention de ne pas céder le contrôle.

c) Les études académiques ont montré que les offres libellées en titres pouvaient être opportunistes et visent à profiter d'une évolution favorable antérieure du cours de l'initiateur. Le signal de surévaluation⁴ que véhicule une OPE doit donc être compensée par une prime sur la cible.

d) Les actionnaires qui envisagent d'apporter leurs titres à l'Offre, renoncent par là même à obtenir une éventuelle prime de contrôle qu'une offre en numéraire comportant la valorisation de synergies serait susceptible d'apporter. Il convient donc d'indiquer, si la parité proposée les compense de la perte d'une telle opportunité, bien que celle-ci s'avère aujourd'hui aléatoire compte tenu notamment des déclarations des Initiateurs.

³ La valeur intrinsèque d'une société correspond à la valeur justifiée à partir de paramètres fondamentaux de la société comme ses résultats, ses dividendes ou ses flux de trésorerie.

⁴ Réf : Pierre Vernimmen Finance d'entreprise 2013 p 1003

La prise en compte de ces commentaires conduit à considérer que l'Offre présentera un intérêt pour les actionnaires minoritaires (respect de la condition n°1) si la parité proposée reflète **au moins** la valeur intrinsèque d'Havas (compte tenu de l'absence de synergies dans l'opération). Une prime par rapport à cette valeur intrinsèque pourrait également être envisagée pour compenser la perte d'opportunité d'apporter dans le futur à une offre en numéraire intégrant des synergies, tout en tenant compte du caractère aléatoire d'une telle offre compte tenu des déclarations des Initiateurs. Par ailleurs, l'Offre étant libellée en titres il y a lieu de vérifier que cette condition est vérifiée sur la base de la valeur intrinsèque de Bolloré, et que la parité tienne compte d'un éventuel différentiel de liquidité entre les titres Bolloré et Havas.

Les actionnaires minoritaires souhaitant conserver leurs titres seront sans doute pénalisés par une plus faible liquidité du titre Havas en cas de réussite de l'Offre. On ne pourra toutefois pas considérer qu'ils ont été désavantagés s'ils ont eu le choix entre apporter à l'Offre, et profiter ainsi d'une parité reflétant au minimum la valeur intrinsèque d'Havas majorée d'une éventuelle prime sur cette valeur intrinsèque, et conserver leurs titres, pour bénéficier des performances futures du titre Havas. Le respect de la condition 1 telle qu'elle a été définie entraîne donc, de fait, le respect de la condition 2.

L'analyse du respect de l'égalité de traitement des différents porteurs de titre (respect de la condition n°3) nécessite de vérifier que l'écart entre la parité proposée et la parité théorique déterminée à partir des valeurs intrinsèques pour chaque catégorie de titre est suffisamment proche.

II. PRESENTATION DE L'EXPERT INDEPENDANT, DES PERSONNES ASSOCIEES A LA REALISATION DE LA MISSION

1. Présentation de Sorgem Evaluation

SORGEM EVALUATION est une société de conseil en finance, filiale du groupe SORGEM, qui effectue des interventions dans les trois domaines suivants : évaluations financières, support aux contentieux (litiges devant les tribunaux et arbitrages), et conseil en ingénierie financière.

SORGEM EVALUATION dispose d'une équipe d'une vingtaine de consultants et effectue régulièrement des missions d'évaluation d'entreprises dans différents contextes (fiscal, comptable, boursier, contentieux).

Au cours des vingt-quatre derniers mois, SORGEM EVALUATION a réalisé les expertises indépendantes listées ci-dessous :

Date	Opération	Cible	Initiateur	Banque présentatrice
Sept-12	OPAS suivie d'un RO	Adverline	Mediapost	CM-CIC Securities
Sept-12	OPR-RO	CIB	Orion Immobilien	Oddo
Mai - 14	OPA	Systran	CSLI	Aforge Degroof
Juin 2014	OPA-RO	Ermo	INglass	Oddo

SORGEM EVALUATION est adhérente de l'APEI (Association Professionnelle des Experts Indépendants) reconnue par l'AMF en application de l'article 263-1 et 2 de son règlement général. Maurice Nussenbaum, associé fondateur et président de Sorgem Evaluation, est également membre directeur du comité directeur de l'APEI. Les associés de SORGEM EVALUATION sont également adhérents à des associations professionnelles dans le domaine de l'expertise judiciaire (CNEJFD) et de l'évaluation (SFEV) et, à ce titre, ils respectent leur déontologie et leurs normes de travail.

2. Présentation des personnes associées à la réalisation de la mission

La présente mission a été réalisée par :

- Maurice NUSSENBAUM, Associé fondateur et président de SORGEM EVALUATION. Il est diplômé de HEC, Agrégé des Facultés de droit et de sciences économiques, professeur Emérite à l'Université Paris Dauphine, co-directeur du MASTER 225 « Finance d'Entreprise et Ingénierie Financière », expert financier agréé par la Cour

de Cassation, et membre du comité directeur de l'APEI (association professionnelle des experts indépendants).

- Teddy GUERINEAU, Associé de SORGEM EVALUATION, diplômé en finance de l'Université de Paris Dauphine, chargé de cours à l'Université Paris Dauphine, et disposant d'une expérience professionnelle de quinze ans dans le domaine de l'évaluation financière et du conseil financier.
- Thomas HACHETTE, Directeur de Mission, diplômé de l'EDHEC, enseignant au sein de la MSc Business Management et de la MSc Financial Management de l'EDHEC, disposant d'une expérience professionnelle de dix ans dans le domaine de l'évaluation financière.
- Anne-Sophie HANIEZ, Assistant Manager, diplômée en finance de l'Université de Paris Dauphine disposant d'une expérience professionnelle de six ans dans le domaine du conseil financier et de l'évaluation financière.
- deux consultants (Alizée ROCHER et Julian LE PRIOL) disposant d'une expérience professionnelle d'un an ou plus dans le domaine du conseil financier et de l'audit financier.

Ce rapport a fait l'objet d'un contrôle qualité réalisé par Claire KARSENTI, Associée de SORGEM EVALUATION. Cette dernière est diplômée de l'EM Lyon et de l'Université de Paris Dauphine, expert financier près la Cour d'Appel de PARIS et chargée de cours à l'Université Paris Dauphine.

3. Déclaration d'indépendance

En application de l'article 261-4 II, SORGEM EVALUATION atteste de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par l'Opération et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement lors de l'exercice de sa mission. Nous n'avons pas réalisé de missions pour le compte de la Société dans les 18 derniers mois.

4. Réserves

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents et informations de nature économique, juridique, comptable et financière qui nous ont été communiqués par Bolloré et Havas ainsi que leurs conseils.

Nous avons considéré que ces documents étaient fiables et transmis de bonne foi et ne les avons donc ni validés ni audités.

Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas audité ou validé les données prévisionnelles utilisées. Nous avons néanmoins cherché à en apprécier le caractère raisonnable au regard des performances historiques de Bolloré et Havas, des explications orales et écrites obtenues auprès des deux directions, et des performances historiques et prévisionnelles observées sur les sociétés comparables.

Les fourchettes de valorisation présentées dans le présent rapport et notre opinion sur le caractère équitable de la parité offerte par les Initiateurs reposent sur des paramètres financiers (taux sans risque, primes de risque, cours et données prévisionnelles des sociétés comparables) qui sont susceptibles de varier dans le temps, notamment en fonction des conditions économiques et des anticipations des agents économiques.

III. PRESENTATION DES SOCIETES CONCERNEES PAR L'OFFRE

1. Présentation de Bolloré

Bolloré est un groupe relativement unique par sa complexité qui provient à la fois de la diversité de son portefeuille d'activités (*1.1.*) et de sa structure actionnariale (*1.2.*).

1.1 Un conglomérat au portefeuille d'activités très diverses

Le socle du Groupe est constitué de ses activités dans le domaine de la logistique et du transport qui conjuguent une croissance soutenue et une capacité de génération de trésorerie importante (*1.1.1.*) ayant permis de financer un certain nombre d'activités nouvelles dans les solutions de stockage d'électricité et les médias (*1.1.2.*).

Bolloré gère également un portefeuille de participations financières ayant extériorisé d'importantes plus-values et permis de jeter les bases du développement de nouvelles activités comme la publicité (*1.1.3.*).

1.1.1. Un socle d'activités dans le domaine de la logistique et du transport conjuguant croissance et génération de trésorerie...

a) Bolloré Logistics et Bolloré Africa Logistics (« BAL »)

La branche transport et logistique du groupe se divise tout d'abord entre Bolloré Logistics qui est un des leaders des services de logistique en Europe, avec une présence en croissance mais moins importante sur les autres continents hors Afrique, et Bolloré Africa Logistics qui regroupe la logistique intégrée et les concessions portuaires et ferroviaires sur le continent africain.

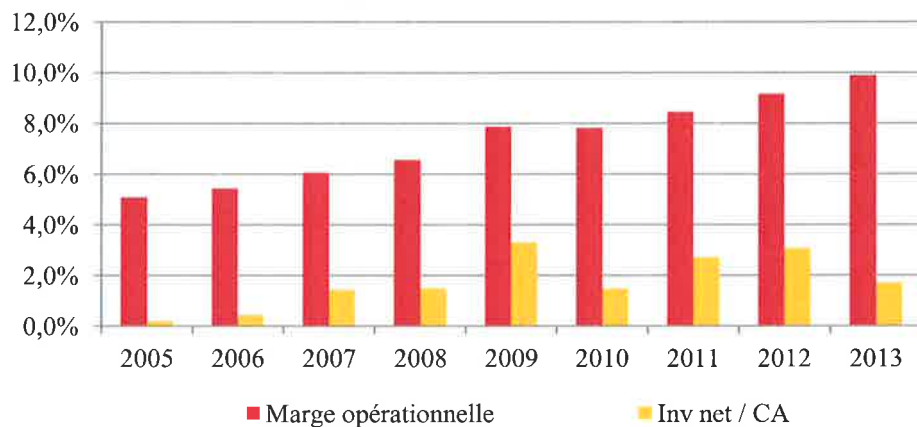
Les activités de logistique et de transport se caractérisent par le dynamisme de leur croissance, leur résilience durant les crises, une faible intensité capitalistique (à l'exception des activités liées aux infrastructures), et une forte capacité à générer de la trésorerie.

Le dynamisme de l'activité logistique trouve son origine dans le fait que sa croissance est fortement corrélée au taux de croissance nominal des économies des pays où elle est implantée et qu'elle bénéficie, en plus, de sa position de leader sur l'Afrique qui est un continent à fort potentiel : sur la période 2005 – 2013, le taux de croissance annuel moyen de cette activité a été de +6,3%.

Sa résilience face aux cycles économiques s'explique par le fait que Bolloré fait appel à de nombreux prestataires de transport dont les baisses de prix, pendant les périodes de crise, sont répercutées à ses clients partiellement avec un délai. Ainsi, en 2009 alors que son chiffre d'affaires baissait de -11,0% cette branche a enregistré une hausse de son résultat opérationnel de +6,6%.

Sa faible intensité capitalistique et sa capacité à générer de la trésorerie sont illustrées par le graphique 1 qui compare sa marge opérationnelle⁵ avec le ratio investissement net sur chiffre d'affaires⁶.

Graphe 1. Marge opérationnelle et ratio « Inv. Net / CA » de la branche transport et logistique sur la période 2005 - 2013



Source : Documents de référence de Bolloré

b) Bolloré Energie

Bolloré Energie est le premier distributeur indépendant français de fioul domestique et d'autres produits pétroliers et exploite la concession de l'oléoduc Donges-Melun-Metz.

Il s'agit d'une activité très mature générant une trésorerie régulière compte tenu du faible niveau des investissements requis⁷.

⁵ Incidemment, on note que la branche transport et logistique de Bolloré a enregistré une forte progression de sa marge opérationnelle entre 2005 et 2013. Le résultat opérationnel a ainsi augmenté au taux annuel moyen de 15,5% entre 2005 et 2013.

⁶ Soit (Investissements – Amortissements) / chiffre d'affaires. Ce ratio est une bonne illustration des capitaux à mettre en œuvre dans l'activité de transport et logistique car son besoin en fonds de roulement est très faible.

⁷ La trésorerie générée peut être ponctuellement affectée par les évolutions des stocks qui sont notamment sensibles à l'évolution du prix du pétrole et aux effets climatiques.

1.1.2. ... ayant permis de financer des activités nouvelles dans le domaine des solutions de stockage d'électricité et des médias

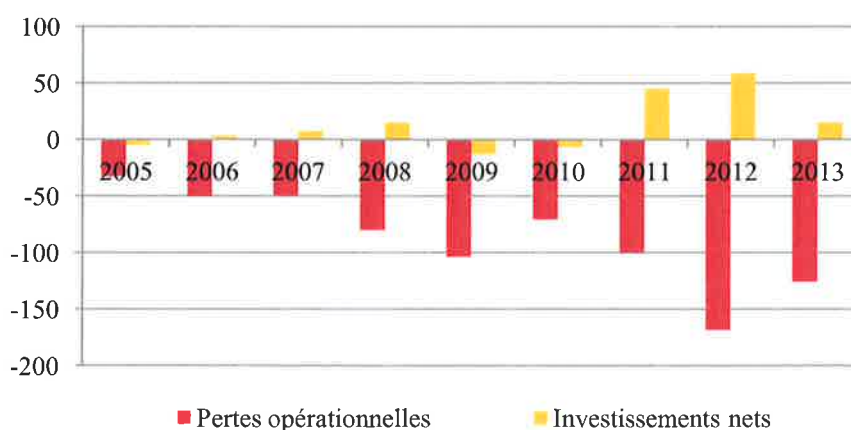
a) Les solutions de stockage d'électricité

A partir de sa position historique dans le domaine du film polypropylène pour condensateurs, c'est-à-dire les composants électriques permettant de stocker l'énergie, Bolloré a développé une activité dans le domaine des batteries électriques, fondée sur la technologie Lithium Métal Polymère (LMP), qui peuvent trouver des applications embarquées (voiture, bus,...) et des applications stationnaires (stockage d'électricité pour des fermes photovoltaïques...).

Afin de démontrer l'intérêt de sa technologie qu'il est le seul à développer, Bolloré a investi dans différentes applications : voiture électrique, bus électrique, auto-partage... Les solutions d'auto-partage ont pu être développées par le groupe grâce notamment à ses positions dans le domaine des terminaux de contrôle d'accès (IER).

Le graphique 2 illustre les investissements particulièrement importants engagés par le groupe Bolloré dans ces nouvelles activités en indiquant le montant en M€ des pertes opérationnelles subies et des investissements nets effectués sur la période 2005 – 2013.

Graph 2. Pertes opérationnelles et Investissements nets en M€ de la branche industrie de Bolloré sur la période 2005 - 2013



Source : Documents de référence de Bolloré

b) Les médias et télécoms

Depuis 2005, Bolloré a réalisé d'importants investissements également dans le domaine des médias et des télécoms avec successivement le lancement de la chaîne numérique terrestre Direct 8 (revendue depuis à Vivendi en échange d'une part de son capital), le

lancement des quotidiens gratuits Direct Matin, et l'obtention et l'achat de 22 licences WiMax lui donnant une couverture nationale en France.

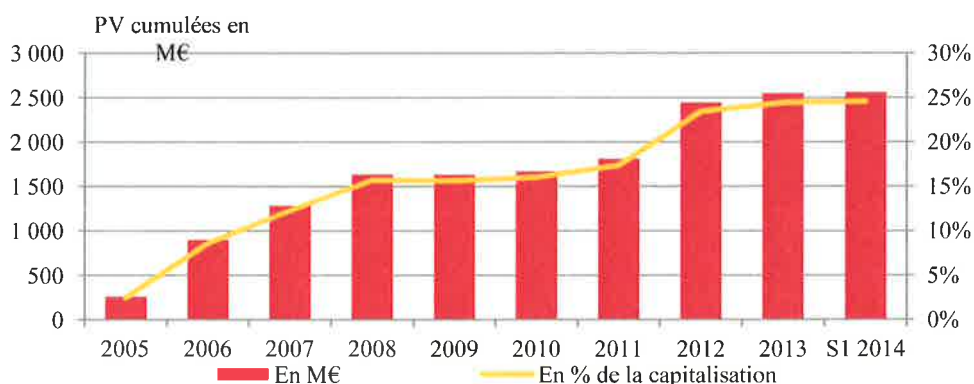
1.1.3. Un portefeuille de participations financières ayant été à l'origine d'importantes plus-values et à la base de nouveaux développements

L'une des singularités de Bolloré, et non des moindres, est le fait qu'il gère à côté de ses activités opérationnelles, un portefeuille de participations particulièrement important (Vivendi, Vallourec, Mediobanca, Socfin et Socfinasia dans le domaine des plantations...).

D'un montant actuellement d'environ 2,0 milliards d'euros, ce portefeuille a permis au groupe de réaliser d'importantes plus-values dans le passé (Vallourec, Aegis,...) mais également d'entamer son développement dans de nouveaux secteurs, comme l'illustre la prise de participation dans Havas qui aboutit aujourd'hui à la présente offre.

Le graphique 3 illustre que cette stratégie de prise de participations financières couplée à la rotation du portefeuille d'actifs (cession de l'activité maritime, des chaînes TNT...) a permis au groupe de générer des résultats importants. En cumulé ces plus-values représentent, sur la période 2005 – 2013, 25,6% de la capitalisation calculée à la Date d'annonce⁸.

Graph 3. Plus-values réalisées par Bolloré sur des cessions d'actifs et de participations financières sur la période 2005 - 2013



Source : Documents de référence de Bolloré

⁸ Ce pourcentage est même de 56% si on se base sur la capitalisation boursière calculée sur le nombre formant le capital hors boucle d'auto-détention via les holdings faîtières (cf. infra).

1.2 Un conglomérat à la structure actionnariale complexe

La complexité de la structure actionnariale du groupe Bolloré résulte de trois facteurs.

Tout d'abord, M. Vincent Bolloré a exercé historiquement son contrôle sur son groupe au travers d'une cascade de holdings : Financière de l'Odet, Sofibol, Financière V et Omnium Bolloré (« les holdings faitières »).

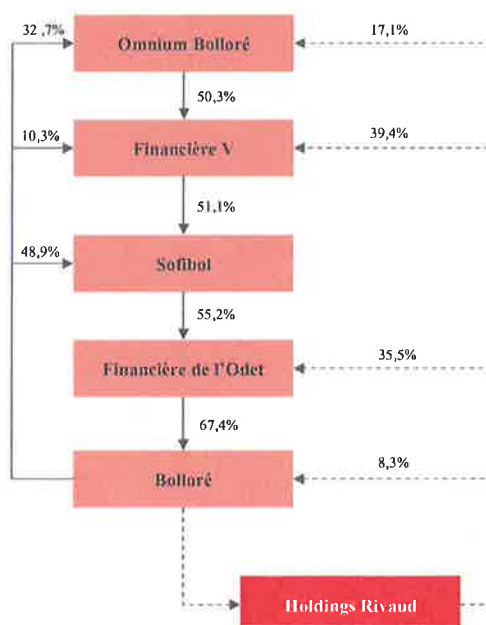
Ensuite, les entités de l'ancien groupe Rivaud, dont le groupe Bolloré a pris le contrôle et qui étaient actionnaires du groupe Bolloré, ont progressivement acquis des titres dans Bolloré et dans les holdings faitières.

Enfin, Bolloré a également acquis des titres dans les holdings faitières.

L'ensemble de ces facteurs a conduit à ce que Bolloré détienne directement et indirectement une large partie de ses propres actions (« les boucles d'auto-détention »).

Une partie de la complexité de la structure actionnariale du groupe est illustrée au travers du graphique 4 qui est une version simplifiée de l'organigramme du groupe permettant d'illustrer les boucles d'auto-détention existantes.

Graphique 4. Structure actionnariale simplifiée du groupe Bolloré⁹



⁹ Il est présenté les pourcentages détenus directement et indirectement.

1.3 Synthèse sur les forces et faiblesses de Bolloré et les menaces et opportunités sur ses marchés

Forces	Faiblesses
Des activités de transport et logistique positionnées sur un secteur connaissant une croissance dynamique et générant des liquidités importantes. Présence historique et connaissance du marché africain qui lui permet d'être positionné sur l'une des zones géographiques les plus prometteuses à moyen terme. La maîtrise d'une technologie dans le domaine d'avenir des solutions de stockage de l'électricité. Une capacité à réaliser des investissements financiers profitables et à arbitrer ses actifs pour générer des plus-values	L'exposition à des zones géographiques où le risque pays est fort. La complexité des activités et de la structure actionnariale réduit l'intérêt du titre Bolloré pour certains investisseurs
Opportunités	Menaces
Exposition à des secteurs en forte croissance : Afrique, batteries électriques. Structure actionnariale complexe dont la simplification pourrait accroître la valeur du titre	Intensification de la concurrence sur les marchés africains au fur et à mesure de leur développement, notamment dans le domaine des infrastructures Le secteur des solutions de stockage de l'électricité est soumis à de nombreuses incertitudes : taille future du marché, vitesse de développement, technologie adoptée...

2. Présentation d'HAVAS

2.1 Présentation des activités d'Havas

HAVAS est le sixième groupe mondial dans le secteur de la publicité et du conseil en communication. Il a organisé ses activités autour de deux divisions : Havas Creative Group et Havas Media Group.

Havas Creative Group (63% du chiffre d'affaires 2013) est centré sur la création et englobe le réseau Havas Worldwide (précédemment connu sous le nom d'Euro RSCG Worldwide), le micro-réseau Arnold Worldwide ainsi que des agences de communication à forte identité locale telles que W&Cie et Les Gaulois en France ou Cake en Grande-Bretagne et aux Etats-Unis.

Havas Media Group (37% du chiffre d'affaires 2013) agrège les compétences médias du groupe pour optimiser l'image et l'activité des annonceurs. Cette division comprend les réseaux Havas Media, Arena Media et Havas Sports & Entertainment.

Les activités numériques de Havas (création de sites Internet, de sites intranet, conseil en marketing direct par Internet, e-commerce, optimisation de la recherche de mots clés sur les moteurs de recherche, création publicitaire et communication sur Internet ou mobile) ont représenté 26% du chiffre d'affaires 2013.

Les activités digitales et médias sociaux ne sont pas isolées dans une division spécialisée, Havas souhaitant avoir un modèle intégré au sein duquel la création, les activités médias et les activités digitales collaborent. A la différence d'autres grandes agences de conseil en publicité et communication, Havas n'a pas effectué d'acquisition majeure pour développer son activité digitale¹⁰.

Le lancement en 2012 des « Havas Villages »¹¹, au nombre de 19 à fin août 2014 et dont l'objet est de rassembler ses différentes équipes dans un même endroit, illustre cette stratégie de création d'un modèle intégré, dont le but est à la fois de réaliser des économies de coûts et de développer des synergies entre les métiers (ventes liées, politique d'achat globale auprès de Google, etc.).

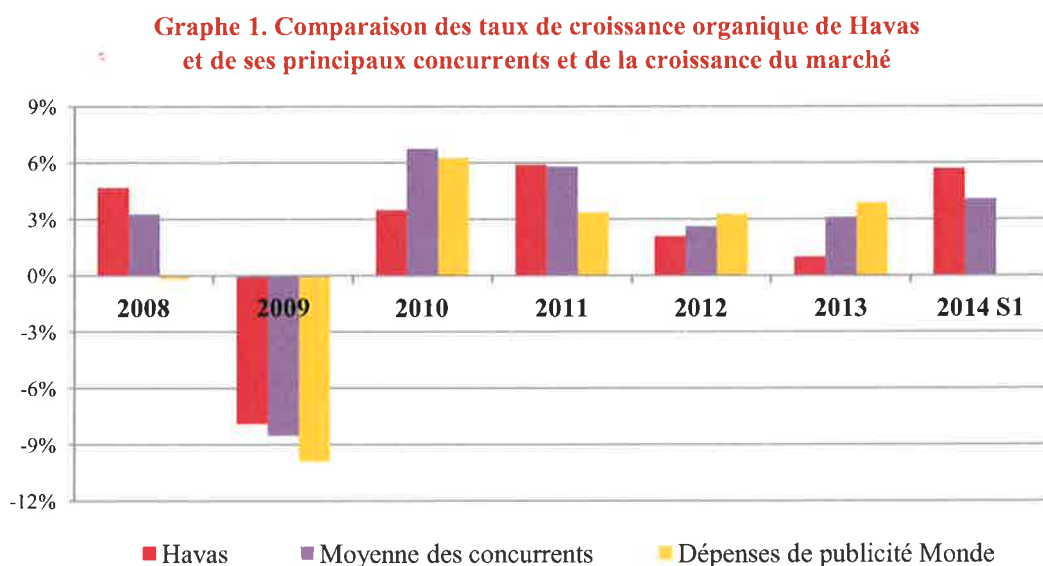
¹⁰ Parmi les opérations permettant à de grands groupes d'accroître leur activité digitale, on peut citer l'acquisition de Sapient (2014), Nurun (2014), LBI (2012) et Rosetta (2011) par Publicis et d'AKQA (2012) par WPP).

¹¹ Le premier « Havas Village » est apparu début 2012, après l'acquisition par le groupe de locaux à Puteaux en 2011.

2.2 Présentation générale du marché

Le niveau d'activité des agences de conseil en publicité et communication dépend de deux facteurs : l'évolution des dépenses publicitaires et la part de ces dépenses qui leur revient en contrepartie de leurs activités de conseil.

Le graphique 1 présente la croissance organique des principaux groupes du secteur et l'évolution des dépenses publicitaires mesurée dans le monde par l'agence ZenithOptimedia, sur la période 2008 - 2014.



Source : rapports annuels et semestriels, ZenithOptimedia.

Note : les sociétés concurrentes considérées sont WPP, PUBLICIS, OMNICOM et INTERPUBLIC.

De ce graphique, nous observons que la croissance organique des grandes agences mondiales de conseil en publicité et communication ressort fortement corrélée aux budgets de dépenses de publicité.

Ces dernières présentent un caractère particulièrement cyclique, du fait de leur caractère discrétionnaire : elles ont fortement ralenti au début de la crise de 2008 (-0,2%), puis ont fortement chuté l'année suivante (-9,9%), avant de rebondir en 2010 du fait de la reprise économique (+6,3 %). La croissance mondiale étant moins volatile depuis 2011 (croissance du PIB comprise entre 2,4% et 2,9% entre 2011 et 2013¹²), la croissance des dépenses publicitaires l'est également (comprise entre 3,3% et 3,9% sur la période).

¹² Source : FMI, PIB à prix constants (taux de change de marché).

ZenithOptimedia anticipe une croissance significative des dépenses publicitaires (5,5% en 2014, 5,8% en 2015 et 6,1% en 2016¹³), alors que les dernières prévisions de croissance mondiale ne font pas ressortir de hausses importantes et que des craintes sur la reprise de la croissance en Europe demeurent : le FMI, dans ses prévisions publiées en octobre 2014, tablait sur une croissance comprise entre 2,6% et 3,4% sur la période 2014 – 2019¹⁴.

Cette progression des dépenses publicitaires est marquée par les tendances suivantes :

- 1- le caractère de plus en plus digital et mobile des consommateurs, qui multiplie les opportunités pour les annonceurs de les toucher de manière personnalisée, et d'approfondir leur compréhension de leurs comportements ;
- 2- l'évolution du comportement des annonceurs, qui poursuivent le transfert de leurs investissements des médias leur permettant d'attirer l'attention des consommateurs (autrement dit à acheter une part d'audience dans des médias traditionnels comme la télévision, les journaux,...) vers des modes de communication leur permettant de conquérir de nouveaux clients et de mesurer plus précisément la rentabilité de leurs investissements (il s'agit d'une manière générale des supports numériques et des modèles de rémunération au clic ou à la performance incarnés par Google ou Facebook au détriment des modèles d'audience incarnés par Yahoo) ;
- 3- le développement soutenu des marchés publicitaires des pays émergents avec l'élévation du niveau de vie de leurs populations et la volonté de développement des grandes marques nationales et internationales sur ces marchés.

Ces éléments, en plus de constituer un contexte favorable au développement des dépenses publicitaires, constituent une opportunité pour les agences de conseil en publicité et communication d'augmenter leur part dans les dépenses des annonceurs.

A cet égard, certains observateurs notent que si la part du budget publicitaire classique revenant aux agences représente entre 10% et 15 % (pour la création, l'achat d'espace, le média planning, les études de marché,...), elle augmente dans une fourchette de 15% à 20% sur Internet, voire beaucoup plus sur certains segments digitaux.

Ce contexte globalement favorable ne doit pas faire oublier qu'il existe néanmoins des menaces pour les agences de conseil en publicité et communication : la pression exercée

¹³ Source : document de référence 2013 d'HAVAS, p.13.

¹⁴ Source : FMI, PIB à prix constants (taux de change de marché).

par les annonceurs sur les budgets alloués aux médias traditionnels, le risque de banalisation de certaines prestations de conseil au fur et à mesure que les annonceurs développeront leur expertise, les risques liés à la situation en Europe, marché devenu à croissance plus modérée.

2.3 Analyse des caractéristiques financières d'Havas

2.3.1. Présentation du compte de résultat sur la période 2008 / 1^{er} semestre 2014

Le tableau 1 présente l'évolution des principaux agrégats du compte de résultat d'Havas sur la période 2008-2013.

Tableau 1. Compte de résultat de Havas sur la période 2008-2013

En M€	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Evol 08-13
							TCAM¹⁵
Revenus	1 568	1 441	1 558	1 656	1 792	1 772	
<i>Croissance</i>	2,3%	-8,1%	8,1%	6,3%	8,2%	-1,1%	2,5%
<i>Croissance organique</i>	4,7%	-7,9%	3,5%	5,9%	2,1%	1,0%	2,2%
							Evolution
Charges de personnel	-975	-888	-961	-1 009	-1 101	-1 096	
<i>En % du CA</i>	-62,2%	-61,6%	-61,7%	-60,9%	-61,4%	-61,9%	0,3%
Autres charges	-405	-371	-393	-426	-448	-433	
<i>En % du CA</i>	-25,8%	-25,7%	-25,2%	-25,7%	-25,0%	-24,4%	1,4%
QP stés mises en équivalence	0	1	0	1	1	2	
EBITDA*	227	190	221	239	268	267	3,3%
<i>En % du CA</i>	14,5%	13,2%	14,2%	14,4%	15,0%	15,1%	+0,6%
Résultat opérationnel courant	188	183	204	222	244	245	5,3%
<i>En % du CA</i>	12,0%	12,7%	13,1%	13,4%	13,6%	13,8%	+1,8%
Autres produits et charges	1	-30	-20	-23	-21	-19	
Résultat opérationnel	189	153	184	199	223	226	
<i>En % du CA</i>	12,1%	10,6%	11,8%	12,0%	12,4%	12,8%	4,1%

Source : comptes d'Havas

* EBITDA calculé comme la somme du résultat opérationnel, des dotations aux amortissements et des dépréciations d'écarts d'acquisition.

¹⁵ TCAM : Taux de Croissance Annuel Moyen.

a) Analyse de l'évolution du chiffre d'affaires

Si les revenus d'Havas affichent sur la période 2008 / 2013 une hausse moyenne annuelle de 2,5% (+2,2% en croissance organique), l'évolution apparaît cependant contrastée selon les années.

En effet, les revenus ont baissé de manière significative en 2009 (-7,9% en croissance organique), reflétant la baisse sectorielle provenant de la récession (cf. § 2. supra).

En 2013, la croissance a également été faible (croissance organique de +1,0%, croissance brute de -1,1%¹⁶) : ceci s'explique davantage par une sous-performance d'Havas¹⁷ que par une tendance sectorielle (les concurrents ayant affiché une croissance moyenne de 4,1% et de 3,1% en organique¹⁸).

Les résultats du premier semestre font ressortir un rebond de la croissance du groupe Havas : il a affiché une croissance supérieure à celle de ses concurrents (+5,7% en croissance organique vs. +4,1% en moyenne pour les concurrents). Cette croissance est attribuée, d'après le Management, aux fruits de la stratégie de création d'un modèle intégré : l'approche commerciale des clients avec une offre commune sur le conseil autour de la marque et le conseil média et digital est estimé particulièrement payante. La dynamique positive du premier semestre 2014 s'observe sur l'ensemble des zones géographiques, avec une croissance organique particulièrement importante au Royaume-Uni (+14,8%¹⁹).

La croissance, en données brutes, est toutefois plus limitée (+2,7%), le groupe ayant été pénalisé par l'appréciation de l'euro sur le premier semestre.

b) Analyse de l'évolution de la marge opérationnelle

Depuis 2008, Havas a réussi à améliorer sa profitabilité, mesurée à partir de sa marge d'EBITDA²⁰, avec une progression régulière depuis 2010.

¹⁶ La décroissance est principalement due aux effets de change ; à taux de change constant, la croissance s'élève à +1,8%.

¹⁷ Sous-performance essentiellement en Amérique du Nord, affectée par la perte de certains contrats majeurs et intervenant notamment après une année 2012 où la croissance avait été très forte dans cette zone géographique (+14%).

¹⁸ Les concurrents faisant référence à Publicis, Omnicom, Interpublic et WPP.

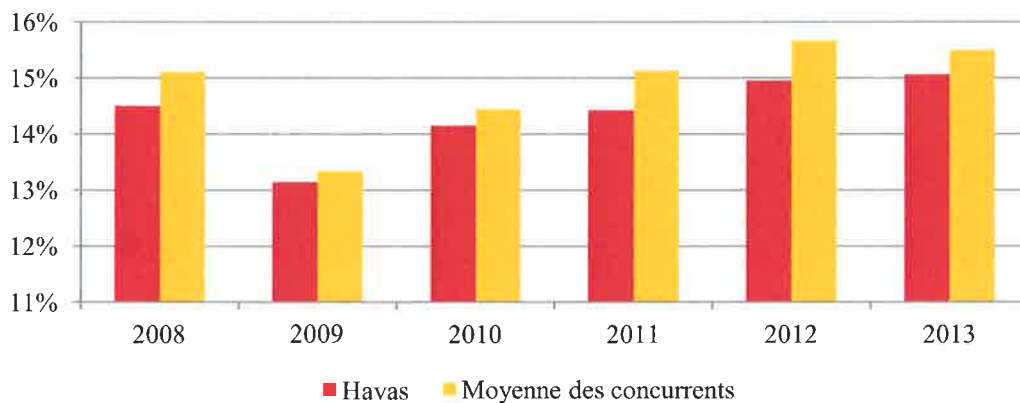
¹⁹ Impact notamment d'un contrat avec Unilever.

²⁰ EBITDA prenant en compte les frais liés aux restructurations et risques commerciaux, que les concurrents ne classent pas en éléments non courants. L'analyse se fonde sur les marges d'EBITDA,

L'exercice 2009 fait ressortir une baisse du taux de marge opérationnelle, toutefois limitée à -1,4%, et provenant de la conjoncture économique particulièrement défavorable.

La crise du marché publicitaire en 2009 a été l'occasion pour Havas, et d'une manière générale pour l'ensemble des agences de conseil en publicité et en communication, de démontrer la solidité de leur *business model* qui leur permet, grâce à la flexibilité de leur structure de coûts²¹, de voir leur marge d'exploitation résister.

Graphique 2. Comparaison du taux de marge sur EBITDA de Havas et de ses concurrents



Source : rapports annuels.

Note : les sociétés concurrentes considérées sont WPP, Publicis, Omnicom et Interpublic.

Du graphique 2, nous observons que la marge d'EBITDA d'Havas demeure inférieure à la moyenne des marges des concurrents.

A ce titre, on peut observer que les autres charges et produits opérationnels, dont la majeure partie correspond à des charges de restructurations et des risques commerciaux, affectent négativement les marges du groupe Havas depuis 2009, avec un montant

qui présentent l'avantage de ne pas être affectées par les politiques d'acquisition des groupes (lors d'une acquisition, l'acquéreur procède à une allocation du prix d'acquisition qui l'amène à reconnaître à son bilan des actifs incorporels, comme la marque ou les relations clients, qui peuvent donner lieu à des dotations aux amortissements et dépréciations, qui n'auraient pas existé en cas de développement interne de l'actif). L'écart entre la marge d'EBITDA et la marge d'EBITA (qui ne prend pas en compte l'amortissement d'actifs incorporels) est faible, l'activité étant peu capitalistique (immobilisations corporelles limitées).

²¹ Cette flexibilité s'explique par les éléments suivants : la part des rémunérations variables, le recours aux *free-lances* et aux sous-traitants, le *turn-over* structurellement élevé, et la capacité à engager rapidement des plans d'ajustement des effectifs.

moyen de -22M€²² sur la période 2009 – 2013 (soit -1,4% sur les marges). En 2008, le montant des autres charges et produits opérationnels était négligeable (+1M€). Selon certains analystes, ce type de charges serait largement récurrent dans la mesure où les agences auront besoin d'ajuster régulièrement leur activité au renforcement du poids du digital dans leurs activités.

Le Management a pour objectif d'augmenter progressivement la marge opérationnelle, et de se rapprocher des marges moyennes de ses concurrents, objectif qui peut être atteint notamment par la réduction des charges de restructurations et risques commerciaux.

2.4 Présentation du bilan économique sur la période 2008 / 1^{er} semestre 2014

Le tableau 2 présente l'évolution des principaux agrégats du bilan économique d'Havas sur la période 2008 – 1^{er} semestre 2014 (données à fin d'année entre 2008 et 2013).

Tableau 2. Bilan économique d'Havas

En M€	2008	2009	2010	2011	2012	2013	30/06/14
Ecart d'acquisition	1 411	1 416	1 494	1 559	1 603	1 593	1 611
Immobilisations corp et incorp.	119	105	103	269	269	291	297
BFR	-537	-545	-533	-541	-519	-473	-316
Autres	60	39	39	38	41	42	45
Capital économique	1 053	1 015	1 103	1 325	1 394	1 453	1 637
Capitaux propres	1 015	1 087	1 203	1 311	1 142	1 268	1 312
Dette financière nette ajustée	128	2	-25	92	324	263	406
Impôts différés	-93	-76	-78	-80	-75	-78	-82
Autres	3	2	3	2	3	1	1
Capital financier	1 053	1 015	1 103	1 325	1 394	1 453	1 637
Capital économique / chiffre d'affaires	67,2%	70,4%	70,8%	80,0%	77,8%	82,0%	
ROCE avant impôts	17,9%	15,1%	16,7%	15,0%	16,0%	15,6%	

Source : rapports annuels et semestriel (2014) d'HAVAS.

Note : la dette financière nette ajustée correspond au total des emprunts et dettes financières, aux dettes sur rachat d'intérêts minoritaires et compléments de prix, aux provisions à caractère de dettes, diminué de la trésorerie et des équivalents de trésorerie.

²² Le montant de ce poste du compte de résultat a varié entre -19M€ et -30M€ sur la période 2009 – 2013.

Du bilan d'Havas, on constate que son capital économique à fin d'année 2013, hors écart d'acquisition, est fortement négatif (-140M€ au 31 décembre 2013, alors même que le groupe a acquis, en 2011, son siège social²³). Il est légèrement positif au 30 juin 2014 (+26 M€)

Le capital économique est très limité ou négatif en raison d'une ressource importante en fonds de roulement générée par l'activité et qui provient du fait qu'une agence média collecte des fonds de ses clients (les annonceurs) et les reverse, quelques temps après, aux médias qui ont diffusé le message qu'elle a conçu.

Par ailleurs, l'activité présente une saisonnalité importante. En effet, les dépenses en publicité et en communication des annonceurs varient notamment en fonction des évolutions effectives ou attendues des dépenses des consommateurs, qui sont, sur les principaux marchés d'Havas, moins élevées en début d'année et aux mois de juillet et août qu'à d'autres moments de l'année. A contrario, les dépenses en publicité et communication, et donc les revenus du groupe, sont particulièrement élevées durant le mois de décembre (en relation avec les fêtes de fin d'année). Au niveau du bilan au 31 décembre, cela a pour conséquence de faire ressortir en fin d'année une ressource en fonds de roulement supérieure au niveau moyen annuel²⁴. C'est également ce qui explique la baisse de la ressource en fonds de roulement à fin juin 2014 par rapport au niveau atteint à fin décembre 2013.

Le capital économique très limité ou négatif d'Havas signifie que le groupe dispose d'un modèle économique qui présente deux caractéristiques :

- la croissance organique est fortement créatrice de valeur, car elle ne nécessite pas, ou très peu de liquidité ;
- la génération de liquidités est très importante, ce qui permet de financer une politique active de croissance externe, sans avoir nécessairement recours à un effet de levier important.

En l'absence d'opérations récentes majeures de croissance externe ou d'investissements, Havas s'est retrouvée en situation de trésorerie nette positive à la fin de l'année 2010, avec un niveau de liquidité élevé. Cette situation pouvait être considérée comme non

²³ Pour 159M€.

²⁴ Par exemple, le BFR, hors prise en compte des provisions, ressort à fin 2013 plus de 80% au-dessus du BFR moyen annuel (source : HAVAS).

optimale, dans un contexte où les liquidités étaient et sont toujours faiblement rémunérées.

Le groupe a procédé depuis à des opérations (acquisition du siège social de Puteaux en 2011 pour 159M€, décaissements liés à l'OPRA et l'OPAS réalisées en juin 2012 pour un montant total de 269M€) qui ont eu pour conséquence de faire ressortir une dette nette positive à fin d'année (dette nette ajustée de 324M€ à fin 2012). Sans opérations majeures en 2013, la dette nette a été réduite (dette nette ajustée de 263M€ à fin 2013, représentant 11% de la capitalisation boursière²⁵). Cette réduction de la dette nette, déjà à un niveau limité, devrait se poursuivre en 2014.

3. Synthèse sur les forces et faiblesses d'Havas et les menaces et opportunités sur son marché

Le tableau ci-dessous synthétise les forces et les faiblesses d'Havas ainsi que les menaces et opportunités de son marché.

²⁵ Valeur de marché des fonds propres de 2,3Md€, sur la base du cours moyen 1 mois au 31/12/2013.

Forces

Des positions très solides dans plusieurs zones (France, Espagne, Amérique latine).

Les efforts de structuration du Groupe, avec notamment la création des « Havas Villages », a commencé à porter ses fruits et place le groupe dans une bonne dynamique.

Une certaine maîtrise des fluctuations économiques grâce à une structure de coûts flexible.

Une intensité capitalistique faible, voire négative, compte tenu du besoin en fonds de roulement négatif (qui constitue donc une ressource).

Faiblesses

Une plus forte volatilité de la croissance et des marges liées à la taille plus limitée d'Havas par rapport à WPP, Publicis, Omnicom et Interpublic.

Le mix géographique peut être défavorable aux marges (notamment la présence en média en France, avec la loi Sapin qui a eu pour effet de limiter la rentabilité des agences).

Une position faible en Asie du Sud Est, alors que c'est une zone très dynamique.

L'absence d'acquisitions significatives dans le digital fait que l'exposition d'Havas à cette activité dynamique est actuellement plus limitée que celle de certains de ces concurrents (Publicis, WPP).

Opportunités

D'une manière générale, des perspectives favorables du fait d'un accroissement des besoins en conseil des annonceurs, du développement des activités digitales et des marchés émergents.

Un partenariat avec un autre acteur du secteur (fusion, cession ou split média / créatif) pourrait donner lieu à des synergies potentiellement importantes. La situation de trésorerie positive dans laquelle le groupe devrait se trouver à court terme devrait également lui permettre une certaine flexibilité dans le cadre d'opérations de croissance externe.

Menaces

Une conjoncture économique défavorable, puisque le chiffre d'affaires y est très sensible du fait du caractère discrétionnaire des dépenses de communication. Cette menace pèse particulièrement pour Havas sur la situation en Europe, où le groupe est très présent.

L'accroissement de la pression concurrentielle, avec notamment la menace provenant de nouveaux acteurs tels que les intégrateurs de système, les sociétés commercialisant des bases de données, les sociétés de télémarketing et les sociétés du secteur de l'Internet.

La mondialisation en cours des diffuseurs, qui peut faire qu'à long terme la taille des agences et leur présence mondiale deviennent de plus en plus un avantage concurrentiel (possibilité de signer des partenariats / des accords cadre).

IV. EVALUATION DES ACTIONS D'HAVAS

Afin d'apprécier l'équité de la parité offerte dans le cadre de l'Offre, nous avons évalué la société Havas sur la base d'une approche multicritère qui nous a conduit à mettre en œuvre des méthodes d'évaluation (paragraphe 5. et 6.) ainsi que plusieurs références de valorisation (paragraphe 3. et 4.).

Nous exposons au préalable les raisons pour lesquelles nous avons écarté certaines méthodes et références (1.) et les éléments à prendre en compte pour passer de la valeur de l'activité à la valeur par action (2.).

L'examen des travaux d'évaluation effectués par l'Etablissement Présentateur est présenté à la section VII.

1. Méthodes d'évaluation et références écartées

1.1 Méthode de l'actif net réévalué

Cette méthode consiste à ajuster les capitaux propres de la mise en valeur de marché des actifs et passifs apparaissant au bilan.

Les principaux éléments d'actifs à réévaluer, et en particulier les actifs incorporels (marques et savoir-faire), ne peuvent être estimés qu'à partir de prévisions, de ce fait, dans le cas d'espèce, la mise en œuvre de cette méthode serait redondante avec la méthode des flux de trésorerie.

1.2 Méthode de l'actualisation des dividendes

Cette méthode consiste à actualiser les flux de dividendes attendus. Elle s'envisage, généralement, pour les sociétés matures qui mettent en œuvre une politique de dividende régulière, stable dans le temps, et représentative de leur capacité de distribution.

Dans le cas d'espèce, Havas a mis en place une politique de distribution de dividendes.

Cependant, les dividendes versés ne sont pas représentatifs des flux de trésorerie disponibles pour les actionnaires après financement de sa croissance organique.

Dès lors, cette méthode ne paraît pas pertinente pour évaluer Havas.

1.3 Référence à l'actif net comptable

Cette méthode consiste à estimer les titres d'une société à partir de la référence à son actif net comptable.

Or, les principaux éléments d'actifs d'Havas ne sont pas nécessairement inscrits à l'actif pour leur valeur de marché.

Dès lors, cette méthode ne paraît pas pertinente pour évaluer Havas.

1.4 Méthode des transactions comparables

Cette méthode consiste à évaluer une société sur la base des multiples constatés lors de transactions impliquant des sociétés du même secteur d'activité.

Cette méthode se heurte souvent à l'absence des données relatives à l'opération ou à la société ayant fait l'objet de la transaction.

Dans le cas d'espèce, on observe que le secteur des agences de conseil en publicité et communication fait l'objet de nombreuses transactions.

Cependant, un grand nombre de transactions portent sur des sociétés d'une taille sensiblement inférieure à celle de Havas, exposées à un segment de marché particulier (par exemple le digital) et / ou à une zone géographique particulière. Dès lors, ces transactions ne nous paraissent pas pertinentes pour évaluer Havas²⁶.

Nous avons étudié les projets de transactions ou transactions récentes dont la cible est une grande agence internationale de publicité et communication. Nous n'en avons identifié que trois : le projet de fusion, qui s'est finalement soldé par un échec, entre Publicis et Omnicom (annoncé le 28 juillet 2013), l'acquisition d'Aegis par Dentsu (annoncée le 12 juillet 2012) et les rachats par Publicis de ses propres actions détenues par Dentsu en 2010, 2012 et 2013.

²⁶ Parmi ces transactions écartées, l'une des plus importantes concerne LBI Intl, dont l'acquisition par Publicis a été annoncée le 20 septembre 2012. LBI Intl était de taille sensiblement plus limitée qu'Havas (chiffre d'affaires 2011 de 197M€ pour LBI Intl, contre 1 656M€ pour Havas) et essentiellement active dans le digital, avec une croissance attendue très significative (d'après nos recherches, la croissance attendue de la marge d'EBITDA était de 31% en 2012 et 13% en 2013). A titre strictement indicatif, nos recherches ont fait ressortir un multiple d'EBITDA 2011 de 13,7x, d'EBITDA 2012 de 10,4x et d'EBITDA 2013 de 9,3x (sources : rapports annuels, notes d'analystes).

Avant toute chose, le nombre limité de transactions ou projets de transactions comparables ainsi que les déclarations de Bolloré dans le projet de note d'information concernant l'absence de projet de transfert du contrôle nous a conduit à écarter la méthode des transactions comparables, et à ne présenter nos analyses qu'à titre indicatif.

Les transactions par lesquelles Publicis a racheté à Dentsu ses propres actions ont été écartées car elles ont été réalisées dans un cadre réglementaire spécifique et dans un contexte particulier (fin d'un partenariat stratégique mis en place en 2002, qui avait notamment été matérialisé par un contrat d'alliance stratégique signé en 2003, et renonciation de Mme Badinter à ses droits).

Concernant la transaction sur Aegis, cette société était cotée. L'analyse des prévisions des analystes, à la date de la transaction, fait ressortir des niveaux de croissance attendue de la marge d'EBITDA d'Aegis sans communes mesures avec les croissances attendues sur Havas. Dès lors, il ne nous paraît pas pertinent de retenir les multiples de valorisation calculés sur la base des agrégats financiers historiques qui ressortiraient de cette transaction. Il nous paraît davantage pertinent de retenir un multiple prospectif (i.e. Valeur d'Entreprise / EBITDA 2012 et Valeur d'Entreprise / EBITDA 2013²⁷) ressortant de cette transaction, car dans ce cas, les dynamiques de croissance attendue sont proches.

Par ailleurs, les multiples ressortant de la transaction sur Aegis incluent une prime de contrôle : cette transaction portait sur une part majoritaire du capital, et l'acquéreur attendait des synergies de cette transaction (en particulier, la possibilité pour Dentsu d'augmenter sa présence sur de nouvelles zones géographiques et dans le digital).

L'Offre à l'étude ne présente pas les mêmes caractéristiques : il n'y a pas de synergies particulières, qui pourraient se traduire dans les perspectives de résultats, attendues à la suite du rapprochement entre Bolloré et Havas. Dès lors, la valorisation, issue des multiples de la transaction Dentsu / Aegis, ne peut être retenue comme pertinente pour valoriser Havas dans le cadre de l'Offre, et les multiples de valorisation ne sont présentés qu'à titre indicatif²⁸.

²⁷ Dans cette méthode de valorisation écartée, nous avons privilégié le multiple d'EBITDA aux multiples d'EBIT (les multiples d'EBITDA et d'EBIT sont usuellement retenus dans le secteur), car nous avons obtenu davantage d'informations sur les prévisions d'EBITDA que d'EBIT.

²⁸ Sur la base de ces multiples, appliqués à l'EBITDA 2013 retraité de Havas, les actions de Havas seraient valorisées entre 8,2€ et 8,3€.

Date (annonce)	Cible	Acquéreur	Participation visée	VE (M GBP)	VE / EBITDA 2012	VE / EBITDA 2013
12/07/2012	AEGIS (Angleterre)	DENTSU (Japon)	85%	3 292	12,9x	12,0x

Sources : rapports annuels, présentations des entreprises, notes d'analystes.

Concernant le projet de fusion entre Publicis et Omnicom, qui concernait des sociétés de taille plus importante qu'Havas, nous comprenons que son échec provient essentiellement de la difficulté de répartir les postes clés de manière égale entre les cadres des deux sociétés (à côté de difficultés fiscales et réglementaires). L'analyse de ce projet de transaction doit être écartée en raison de son échec, mais est toutefois intéressante dans la mesure où il concernait des sociétés à l'activité et la dynamique de croissance proches d'Havas, et consistait en une offre publique d'échange d'actions de chacune des sociétés pour des actions de la nouvelle société issue de la fusion (offre d'échange accompagnée d'un dividende exceptionnel). Ainsi, les actionnaires de chacune des sociétés, en devenant actionnaires de la société issue de la fusion, auraient pu profiter des synergies attendues (estimées dans le document de présentation²⁹ de la fusion à 500M\$ par an à terme), et l'opération n'impliquait pas nécessairement de payer une prime de contrôle aux actionnaires de chacune des sociétés. A l'époque de l'annonce de la fusion, les analystes anticipaient des taux de croissance de l'EBITDA plus importante pour Publicis que pour Omnicom, ce qui peut expliquer en partie les différences de multiples de valorisation extériorisés selon l'entreprise analysée comme cible.

Date (annonce)	Cible considérée	Participation visée	VE (M€)	VE / EBITDA 2012	VE / EBITDA 2013	VE / EBITDA 2014
28/07/2013	PUBLICIS (France)	100%	15 087	12,7x	11,5x	10,7x
28/07/2013	OMNICOM (Etats-Unis)	100%	14 082	8,7x	8,7x	8,2x

Sources : rapports annuels, présentations des entreprises, notes d'analystes.

Compte tenu du contexte de l'opération, des commentaires faits à propos de celle-ci et des multiples résultant de notre analyse, nous avons considéré que l'acquéreur était davantage Omnicom que Publicis et les multiples devaient être considérés de ce point de vue³⁰.

²⁹ « Publicis Omnicom Group – Une nouvelle référence dans le secteur », p.19.

³⁰ Sur la base de l'application des multiples obtenus en considérant Publicis comme la cible, les actions Havas seraient valorisés entre 7,3€ et 7,8€.

2. Eléments permettant de passer de la valeur d'entreprise à la valeur par action

2.1 Eléments permettant de passer de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

Le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des actions suppose de soustraire et d'ajouter un certain nombre d'éléments qui représentent, globalement, un ajustement à la baisse de 60 M€.

Nous retenons parmi les éléments à déduire de la Valeur d'Entreprise sur la base des données au 30 juin 2014 :

- les emprunts et dettes financières, et les dettes sur compléments de prix : 863 M€ ;
- les provisions à caractère de dette (engagements de retraite nets de la valeur des actifs de couverture et provisions pour locaux vacants) nettes des impôts différés actifs : 50 M€ ;
- le passif lié au litige avec l'Etat Français sur le précompte immobilier : 42 M€³¹ ;
- les intérêts minoritaires à leur valeur comptable : 10 M€ ;
- la valeur de marché des instruments financiers donnant accès au capital (stock-options, BSAAR) : 12 M€ (estimation de leur valeur de marché par le modèle binomial pour les stock-options, et par les simulations Monte-Carlo pour les BSAAR).

Nous retenons parmi les éléments à ajouter à la Valeur d'Entreprise :

- la trésorerie : 527 M€ ;
la valeur actualisée des économies d'impôts : 204 M€³² ;
- la valeur du siège social de Puteaux : 140 M€³³ ;

³¹ Cet élément était inclus dans le poste « autres créiteurs » au passif.

³² Estimé sur la base du coût des fonds propres central retenu dans notre analyse par les flux de trésorerie actualisé, soit 8,2%.

³³ Valeur vénale estimée au 30 juin 2014, hors droits et frais d'actes (source : rapport CBRE Valuation du 08/09/2014) – nous avons estimé qu'il était pertinent d'estimer de manière séparée la valeur des activités d'Havas et la valeur de son siège social, car les concurrents d'Havas font rarement le choix

- les participations mises en équivalence à leur valeur comptable : 8 M€ ;
- les autres actifs financiers à leur valeur comptable : 37 M€.

2.2 Nombre d'actions pris en compte

Nous avons retenu le nombre d'actions formant le capital de Havas au 30 juin 2014, soit 412.616.451, dans la mesure où les instruments financiers existant à cette date donnant accès au capital ont été estimés à leur valeur de marché.

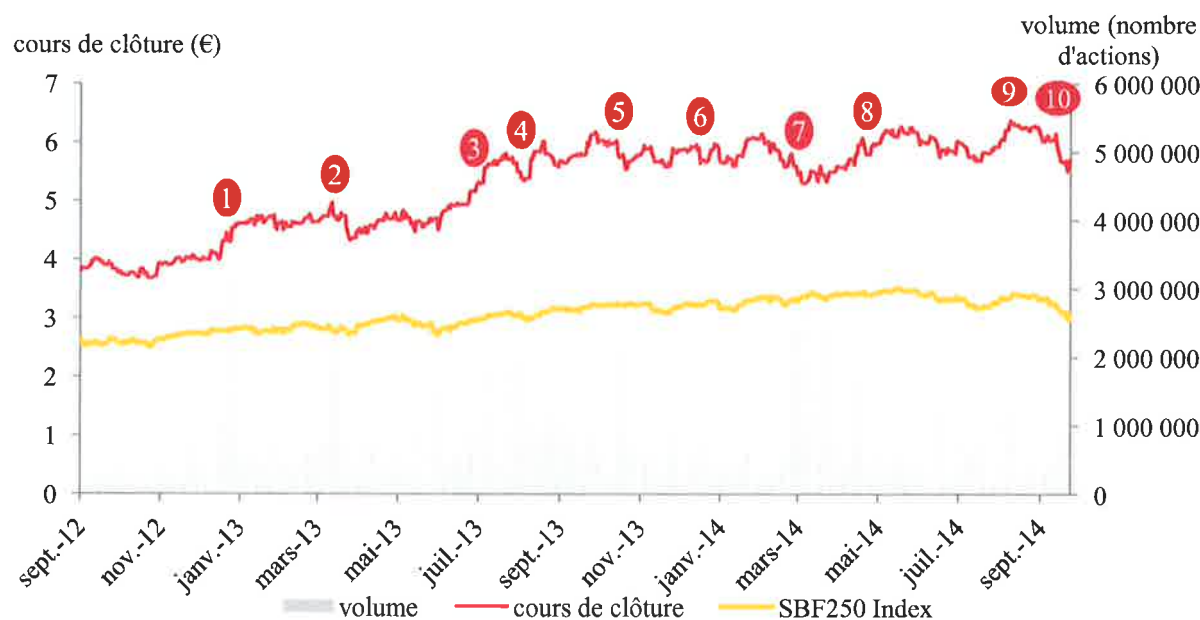
3. Référence au cours de bourse

3.1 Evolution du cours de bourse sur deux années

L'Offre a été annoncée au marché le 17 octobre 2014 (« la Date d'annonce »), et la cotation du titre Havas a été suspendue à 16h00.

Le graphique 1 présente l'évolution du cours de l'action Havas, ainsi que les volumes échangés et les événements majeurs ayant pu influencer sur le cours de bourse.

Graph 1. Evolution du cours de bourse et des volumes avant l'annonce de l'Offre



de détenir les actifs immobiliers qu'ils occupent (ce qui confère à cet actif un caractère d'actif hors exploitation) et car le fait de ne pas distinguer la valeur des activités d'Havas de la valeur de son siège social pourrait conduire à mal évaluer ce dernier.

Renvois	Date	Evènements
1	17/01/2013	Communiqué du groupe sur sa stratégie d'intégration visant à renforcer la simplicité et l'agilité de sa structure
2	04/04/2013	Havas annonce le lancement d'une nouvelle agence digitale en Chine
3	29/07/2013	La fusion entre Publicis et Omnicom fait naître une spéculation sur le titre
4	13/08/2013	Parvus Asset Management franchit à la baisse le seuil de 15% du capital et détient désormais 11,3% du capital
5	06/11/2013	Dégradations de recommandations de trois brokers (HSBC, Oddo et Société Générale)
6	09/01/2014	Acquisitions de 1 120 000 actions Havas réalisées par la société Bolloré soit près de 30% du volume du jour
7	20/03/2014	Baisse des objectifs de cours pour Exane, Société Générale ainsi que Barclays suite au Communiqué de presse des résultats annuels 2013
8	08/05/2014	Publicis et Omnicom mettent fin à leur projet de fusion
9	29/08/2014	Publication des résultats du premier semestre 2014 (croissance organique +5,7%, marge opérationnelle stable)
10	17/09/2014	Havas annonce l'acquisition de deux agences en Europe (Bizkit Wisely AB en Suède et GT Media en Irlande)

De manière synthétique, concernant les évolutions récentes du cours de HAVAS, on peut relever :

- une bonne performance du titre en 2013, malgré des publications de résultats qui ont pu décevoir les analystes : le cours a affiché une hausse de 47%, alors que dans le même temps, le CAC 40 n'a progressé que de 18%. Cette performance a été portée par le dynamisme général du secteur (Havas affichant la moins forte hausse en comparaison de ses concurrents Interpublic, Publicis, Omnicom et WPP) ;
- entre le 1^{er} janvier 2014 et la Date d'annonce, le cours s'est maintenu entre 5,3€ et 6,4€, enregistrant une performance négative de -4,7% (dans le même temps, le CAC 40 a enregistré une baisse de -6,1%). Cette baisse est l'une des moins importantes du secteur, les grandes agences telles que Publicis, Omnicom et WPP connaissant des baisses plus significatives.
- le titre Havas a réagi positivement tant à l'annonce de la fusion entre Publicis et Omnicom qu'à l'annonce de son échec : sur la base de l'étude d'évènement³⁴ que nous avons réalisé, le titre Havas a enregistré à la date de chacun de ces évènements une rentabilité anormale cumulée positif de près de 5%³⁵, reflétant l'idée, reprise par certains analystes, selon laquelle ces évènements auraient renforcé la position de

³⁴ Dans une étude d'évènement, l'impact d'un évènement sur le cours d'un titre est mesuré par la différence entre la rentabilité effective observée sur une période autour de la date de l'annonce et la rentabilité normale (la rentabilité normale a été estimée sur la base d'un modèle dit « de marché », selon lequel la rentabilité normale est fonction de la rentabilité d'un indice de référence – nous avons retenu le CAC 40).

³⁵ Ces rendements anormaux cumulés ont été calculés comme la somme des rendements anormaux observés le jour de l'évènement et le jour suivant l'évènement, et ces observations de rentabilités anormales sont statistiquement pertinentes au seuil de 5% usuellement retenu.

candidat potentiel d'Havas pour une opération de fusion ou d'acquisition qui pourrait être créatrice de valeur ;

Le tableau ci-dessous présente des indications sur le cours de l'action et les volumes échangés sur plusieurs périodes jusqu'à la suspension du cours.

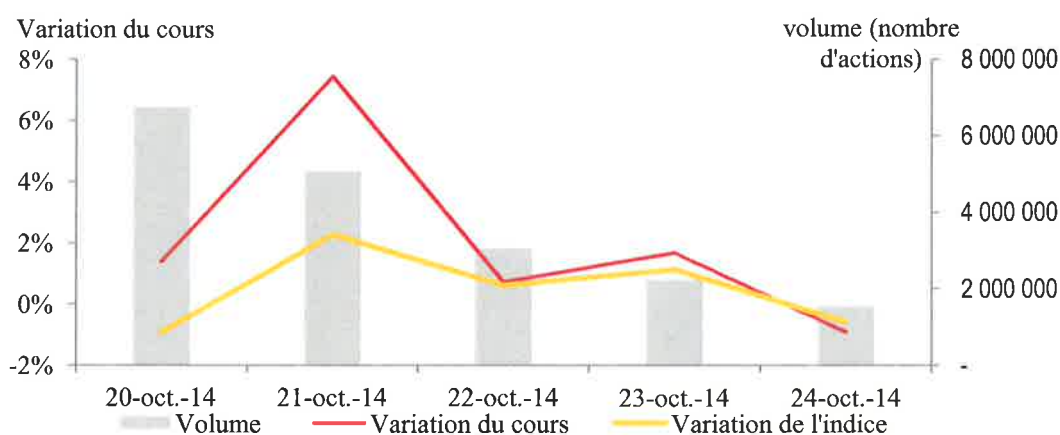
Tableau 1. Analyse des cours et des volumes sur deux années (source : Bloomberg)

Au 17/10/2014	Date d'annonce	1 mois	2 mois	3 mois	6 mois	1 an	2 ans
Cours moyen pondéré par les volumes (€)	5,71	5,89	6,03	5,97	5,96	5,82	5,37
Cours le plus haut (€)		6,28	6,38	6,38	6,38	6,38	6,38
Cours le plus bas (€)		5,52	5,52	5,52	5,52	5,31	3,68
Rotation du flottant	0,2%	4,7%	8,3%	12,1%	24,4%	61,5%	131,8%
Volume moyen quotidien	567 818	545 957	471 474	477 962	485 133	604 244	627 099

3.2 Evolution du cours de Havas depuis la Date d'annonce

Le graphique 2 présente l'évolution du cours depuis la Date d'annonce.

Graph 2. Evolution sur les séances suivant l'annonce



Nous avons procédé à une étude d'évènement afin d'analyser la réaction du marché à l'annonce de l'Offre. En retenant une période d'un jour avant et un jour après la date d'annonce de l'Offre, on observe une rentabilité cumulée anormale positive de 7,1%³⁶. Le titre Havas a donc réagi positivement à l'Offre.

L'évolution du cours après l'offre n'intègre cependant pas la totalité de la prime offerte (il existe un écart d'environ 5%). Lorsqu'il existe un tel décalage entre le cours coté et le cours qui résulterait de la parité offerte, cela signifie soit que l'opération est difficile à arbitrer, soit que la réussite de l'offre n'est pas assurée.

Sur la base du dernier cours avant la suspension du titre et de la moyenne pondérée 1 mois et 2 mois, nous obtenons une fourchette de valorisation du titre Havas comprise entre 5,71 € et 6,03 €.

4. Référence aux objectifs de cours des analystes

Havas est suivie par un grand nombre d'analystes.

Nous avons analysé les objectifs de cours de bourse des analystes, précédemment à l'Offre, pour ceux qui ont mis à jour leurs prévisions à la suite de la communication des comptes semestriels, le 29 août 2014, qui a été bien accueillie, ce qui a provoqué un certain nombre de relèvement des objectifs de cours. Ceux-ci s'élevaient en moyenne au 17 octobre 2014 à 6,83€ (médiane de 7,00€, avec un maximum de 7,50€ et un minimum de 6,00 €, source : Bloomberg).

A la suite de l'annonce de l'Offre, les objectifs de cours des analystes n'ont pas sensiblement évolué³⁷.

Sur la base de la fourchette de prix cibles des analystes nous obtenons une valorisation du titre Havas entre 6,83€ (moyenne) et 7,00€ (médiane).

5. Référence aux transactions récentes réalisées sur le capital

Nous n'avons pas identifié de transactions récentes portant sur les actions d'Havas (augmentation de capital, cession de bloc représentant une part substantielle du capital).

³⁶ D'un point de vue statistique, cette observation de rentabilité anormale est pertinente au seuil de 5% usuellement retenu.

³⁷ Au 24 octobre 2014, la moyenne des objectifs de cours demeurait quasi-inchangée à 6,83€ (source : Bloomberg).

Nous relevons en revanche que Bolloré a acquis, entre le 17 octobre 2013 et le 10 janvier 2014 5.593.693 actions Havas (soit 1% du capital), pour un prix moyen pondéré par les volumes de 5,94€ (minimum de 5,74€ et maximum de 6,28€).

Nous avons également analysé le rapport entre le cours de clôture des actions Bolloré à la date de la transaction sur les actions Havas et le cours d'achat par Bolloré des actions Havas : en moyenne pondérée par les volumes, il ressort un rapport de 68,5 actions Havas pour une action Bolloré (le rapport minimum est de 61,1 actions Havas pour une action Bolloré³⁸ et le rapport maximum est 72,7), à comparer à la parité de l'Offre de 55,6 actions Havas pour une action Bolloré, qui s'avère donc plus avantageuse pour les actionnaires d'Havas.

6. Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie

La méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs (« DCF ») consiste à déterminer la valeur de la société à partir de l'actualisation des cash-flows futurs qu'elle est susceptible de générer.

La méthode des DCF a été mise en œuvre à partir du plan d'affaires 2014-2017 réalisé par le Management. Ce plan est établi dans une optique de continuité de la stratégie mise en œuvre (les Initiateurs n'anticipent aucune synergie significative de coûts ni de revenus).

Cette méthode requiert de déterminer les paramètres suivants :

- les prévisions d'activités (5.1.) ;
- le taux d'actualisation (5.2.) ;
- les hypothèses de calcul de la valeur terminale (5.3.).

6.1 Présentation des prévisions retenues

Le plan d'affaires 2014-2017 du management repose sur les hypothèses structurantes suivantes³⁹ :

- une moyenne des taux de croissance annuels de 3,1% entre 2013 et 2017. Cette croissance est légèrement supérieure à la moyenne historique (cf. I.3.1), et est le

³⁸ Sur la base de transactions réalisées en octobre 2013.

³⁹ Notre analyse des prévisions s'est notamment fondée sur nos recherches sur Bloomberg, des notes d'analystes et des présentations d'entreprises du secteur.

reflet de la dynamique positive observée lors du premier semestre 2014. Les taux de croissance sont toutefois légèrement inférieurs aux prévisions des analystes ;

- une amélioration du taux de marge d'EBITDA, atteignant des niveaux jamais atteints récemment et poursuivant la dynamique d'augmentation des marges observée depuis 2010. Le niveau de marge retenu en 2017 est cohérent avec les objectifs à long terme communiqués par le Management. Ils tiennent compte de charges de restructurations et de risques commerciaux, qui n'ont pas vocation à rester à ces niveaux sur le long terme même si nous estimons qu'elles ne disparaîtront pas complètement compte tenu des ajustements réguliers à réaliser avec l'augmentation du poids des activités digitales. Une fois ces charges annulées, l'EBITDA 2017 du plan d'affaires ressort en ligne avec les prévisions des analystes ;
- des dotations aux amortissements évoluant faiblement, et proches du niveau des dépenses d'investissement, traduisant une activité arrivée à un stade de maturité ;
- un taux d'imposition estimé sur la base du résultat opérationnel par zone géographique et des taux d'imposition de chacune de ces zones ;
- un besoin en fonds de roulement de Havas négatif cohérent avec les données constatées historiquement et tenant compte de l'évolution de l'activité par zone géographique.

L'activité étant relativement mature, nous n'avons pas prolongé le plan d'affaires. Nous avons considéré un taux de croissance constant à partir de 2018, avec un taux de marge d'EBITDA normatif tenant compte d'une réduction significative des charges de restructuration et risques commerciaux (nous avons réalisé une analyse de sensibilité à ce paramètre – hypothèse centrale d'un taux de marge d'EBITDA de 17,0% correspondant à taux de marge opérationnelle de 14,7%).

A noter que nous avons retraité la marge d'EBITDA afin de prendre en compte séparément la valeur du siège social de Puteaux⁴⁰.

De manière synthétique, le plan d'affaires retenu par le Management reflète la tendance de croissance positive qui s'explique (i) par une mutation du secteur, où les innovations technologiques créent de nouvelles façons de communiquer pour les clients (exploitation des réseaux sociaux, internet, etc.) ainsi que par le

⁴⁰ Les flux de trésorerie tiennent compte du paiement d'un loyer relatif à l'occupation du siège social équivalent à la valeur locative estimée, et les dotations aux amortissements ont été retraitées.

développement de certaines zones géographiques et (ii) par la réussite de la stratégie mise en place par le Management ces dernières années (notamment avec la mise en place des « Havas Villages »). Il reflète aussi une augmentation du taux de marge d'exploitation de la société, pour atteindre un niveau plus proche de celui de ses concurrents.

6.2 Détermination du taux d'actualisation

6.2.1. Principe

Les flux nets de trésorerie doivent être actualisés au coût des capitaux investis dans l'actif de l'entreprise, c'est-à-dire au taux de rendement des capitaux exigé par les investisseurs, compte tenu du risque intrinsèque de l'activité.

Ce taux correspond à un coût moyen pondéré du capital (ci-après « CMPC » ou taux d'actualisation).

Compte tenu de la situation financière de Havas (prévision d'une situation de trésorerie nette positive à court terme)⁴¹, nous avons retenu un taux d'actualisation égal à notre estimation du taux sur fonds propres.

Notre estimation du coût des fonds propres K_{FP} s'appuie sur le Modèle d'Evaluation des Actifs Financiers (MEDAF) :

$$K_{FP} = R_f + \beta \times \text{prime de risque moyenne du marché action} + \text{prime de risque éventuelle}$$

Avec :

R_f	Taux sans risque
Prime de risque pays	Cette prime vient rémunérer le risque supplémentaire supporté par l'ensemble des entreprises d'un pays (risque politique, risque monétaire, etc.)
β	Béta des actions de la société
Prime de risque moyenne du marché	Elle correspond à la différence entre le rendement espéré du marché action dans son ensemble et le taux sans risque

⁴¹ Par ailleurs, les sociétés du secteur sont peu ou pas endettées (en particulier, Publicis est dans une situation de trésorerie nette positive).

Prime de risque éventuelle

Elle peut correspondre par exemple à une prime de taille ou à une prime de risque pays

6.2.2. Taux sans risque et prime de risque pays

Le taux sans risque est généralement estimé sur la base des rendements offerts par des actifs considérés sans risque de défaut.

Havas est présent dans différents pays, notamment dans des endroits qui peuvent présenter des risques (politiques, financiers, catastrophes naturelles, etc.) susceptibles d'impacter ses résultats⁴².

Afin d'estimer le taux sans risque et la prime de risque pays, nous avons analysé le taux de rendement d'obligations d'état émises par des pays où Havas exerce son activité. Notre analyse nous a ainsi conduit à estimer le taux sans risque, prime de risque pays incluse, à 2,7%.

6.2.3. Prime de risque moyenne du marché

On distingue traditionnellement plusieurs modes d'estimation de la prime de risque de marché : les primes de risque historiques, les primes de risque anticipées ou les consensus de primes de risque.

D'une manière générale, nous ne privilégions pas les primes de risque anticipées calculées de manière instantanée qui présentent les inconvénients suivants :

- elles sont calculées à partir de modèles complexes tenant compte d'un grand nombre de paramètres, pour certains subjectifs, comme la définition de période de prévision, les taux de croissance retenus dans les prévisions, le taux de croissance à long terme, les taux de distribution de dividendes... Il en résulte que les hypothèses prises en compte dans leur calcul ne sont pas forcément cohérentes avec celles utilisées dans le modèle de valorisation ;
- elles permettent de suivre l'évolution de l'aversion au risque des investisseurs mais ne correspondent pas nécessairement au taux de rendement supplémentaire attendu

⁴² Havas a une présence internationale, avec une forte présence en Amérique du Nord, en France et en Grande-Bretagne, mais opère également dans des pays comme l'Espagne, la Chine, l'Inde, l'Argentine, le Mexique, la Colombie, le Portugal et la Turquie.

par des investisseurs en actions qui investissent sur le long terme, ce qui n'est pas le cas pour les arbitragistes et les gestionnaires de portefeuilles.

Nous privilégions en revanche les primes de risque anticipées calculées à partir de comparaisons sur une base historique du rendement des actions et du rendement des obligations, en ajustant l'écart constaté de phénomènes qui ne devraient pas se reproduire dans le futur. Ces primes de risque sont moins sensibles que les précédentes à la conjoncture immédiate.

A ce titre, nous retenons une prime de risque du marché action de 5,0%, déterminée notamment à partir des travaux de Dimson, Marsh et Staunton⁴³.

6.2.4. Coefficient beta

Le coefficient beta est une mesure du risque systématique d'un titre, c'est-à-dire de sa sensibilité aux mouvements du marché.

Nous avons estimé ce coefficient à 1,10 sur la base de l'analyse du bêta de Havas et du bêta de l'échantillon de sociétés cotées comparables retenu dans la méthode des comparables boursiers (coefficients calculés sur la base d'indices de référence larges).

Ce niveau de bêta nous paraît justifié compte tenu du profil de Havas (cf. § III. 2.). En effet, les facteurs communément considérés comme influençant le risque systématique⁴⁴ sont la sensibilité du volume d'activité à la conjoncture économique, le degré de levier opérationnel (c'est-à-dire la manière dont une variation d'activité se traduit dans le niveau de marge), et le levier financier. Le chiffre d'affaires de Havas est certes sensible à la conjoncture du fait du caractère discrétionnaire des dépenses de publicité (ce qui plaide pour un bêta supérieur à 1), mais le taux de marge opérationnelle l'est moins grâce à une structure de coûts flexibles. Enfin, la société devant se trouver à court terme dans une situation de trésorerie nette positive, elle n'a pas à supporter une charge financière fixe importante (charge d'intérêts). Pour ces raisons, il nous semble qu'un bêta légèrement supérieur à 1 est adapté.

⁴³ Source : études d'Elroy Dimson, Paul Marsh et Mike Staunton, voir notamment « The Worldwide Equity Premium : a smaller puzzle », 7 avril 2006, « Equity Premia Around the World », 7 octobre 2011, et Crédit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2014

⁴⁴ Rubinstein, Mark E., A mean-variance synthesis of corporate financial theory, The Journal of Finance, Vol. 28, No. 1. (Mar., 1973), pp. 167-181

6.2.5. Calcul du taux d'actualisation retenu (KFP)

En utilisant ces paramètres, nous obtenons pour Havas un taux d'actualisation de **8,2%** sur la base duquel nous avons effectué une analyse de sensibilité avec un pas de +/- 0,25%.

6.3 Hypothèse de calcul de la valeur terminale

La valeur terminale a été calculée à partir de la formule d'actualisation à l'infini de flux de trésorerie en croissance constante.

Nous avons construit le flux de trésorerie en croissance constante à partir d'un taux de marge d'EBITDA de 17% tenant compte du niveau de marge atteint au terme du Plan d'affaires, des frais de restructuration que Havas devrait supporter régulièrement, et du cycle conjoncturel qui peut la conduire à enregistrer une marge moins importante en cas de récession malgré la flexibilité de sa structure opérationnelle (cf. 2009).

Nous estimons qu'un taux de croissance à l'infini de 1,5% permet de prendre en compte les perspectives de croissance à long terme de la société et est cohérent avec les perspectives d'inflation implicites auxquelles conduisent les taux sans risque, qui atteignent des niveaux particulièrement bas. Le taux de croissance à long terme est également cohérent avec celui retenu par les analystes financiers.

6.4 Résultats de la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs

La valeur d'entreprise centrale ressortant de notre analyse par la méthode d'actualisation des flux de trésorerie (taux de croissance à l'infini de 1,5%, taux d'actualisation de 8,2%, taux de marge d'EBITDA de 17,0%) est de 2.896 M€, soit une valeur des fonds propres de 2.835 M€ et une valeur de l'action Havas de 6,87€.

Nous avons retenu une fourchette de valeur de l'action Havas, résultant de la méthode des flux de trésorerie actualisés, comprise entre 6,38€ et 7,44€, correspondant à une analyse de sensibilité de +/- 0,25% sur les principaux paramètres de valorisation (le taux de croissance à l'infini, le taux d'actualisation et le marge d'EBITDA à long terme).

7. Méthode des multiples de sociétés comparables cotées

7.1 Principes

Nous avons estimé la valeur de l'action Havas à partir d'une approche fondée sur les multiples de valorisation observés sur un échantillon de sociétés comparables à la société.

Nous avons retenu les multiples d'EBITDA et d'EBIT usuellement retenus dans le secteur, après déduction des charges de restructuration et risques commerciaux par homogénéité avec les pratiques des sociétés comparables cotées et après un retraitement afin d'évaluer de manière séparée le siège social acquis par Havas à Puteaux⁴⁵.

A titre indicatif, nous avons présenté les résultats ressortant d'une application des multiples de chiffre d'affaires, qui supposerait que Havas ait des taux de marges identiques à ceux des comparables cotés (alors que comme indiqué supra, Havas a des taux de marges inférieurs à la moyenne des sociétés comparables cotées retenues – l'atteinte de taux de marge en ligne avec la moyenne des taux des sociétés comparables cotées constitue un objectif à moyen / long terme du Management).

Nous n'avons pas retenu le multiple du résultat net (ou PER) dans la mesure où (i) cette méthode est biaisée par les différences entre les structures financières des comparables et où (ii) Havas dispose d'importants reports déficitaires.

Nous avons calculé la valeur de l'action de la société sur la base de la moyenne des multiples obtenus.

7.2 Présentation des sociétés retenues

Nous avons retenu un échantillon composé des principales agences de conseil en communication et publicité (Publicis, WPP, Omnicom et Interpublic). En revanche, nous n'avons pas retenu la société Dentsu, dont l'activité est fortement concentrée sur le Japon, ni la société MDC Partners, dans la mesure où son activité est sensiblement inférieure à celle d'Havas et répartie de manière différente.

Le tableau 2 synthétise les principales caractéristiques des sociétés de notre échantillon : leur taille au travers de leur valeur d'entreprise (« VE »), leurs perspectives de croissance du chiffre d'affaires (« CA ») par année et moyen annuel (« CAGR 13-15e

⁴⁵ A cet égard, nous notons que les sociétés comparables ne mènent pas une politique de détention des biens immobiliers qu'elles occupent ou alors de manière marginale.

»), leur rentabilité au travers de leur taux de marge d'EBITDA et d'EBIT entre 2013 et 2015.

Tableau 2. Principales caractéristiques financières des sociétés cotées comparables

Société	VE M€	Croissance du CA			CAGR 13 - 15 CA	Marge EBITDA			Marge EBIT		
		Dec-13	Dec-14	Dec-15		Dec-13	Dec-14	Dec-15	Dec-13	Dec-14	Dec-15
Publicis	11 910	5,20%	3,00%	6,20%	4,60%	17,60%	18,00%	18,30%	15,90%	15,90%	16,30%
WPP	23 248	6,20%	-0,60%	6,20%	2,80%	18,70%	17,10%	17,30%	14,90%	14,30%	14,50%
Omnicom	16 796	2,60%	4,90%	4,20%	4,60%	14,50%	14,60%	14,70%	12,50%	12,70%	12,80%
Interpublic	6 654	2,40%	5,70%	4,00%	4,80%	nr	13,00%	13,70%	nr	10,40%	11,20%
Moyenne		4,10%	3,30%	5,10%	4,20%	16,90%	15,70%	16,00%	14,50%	13,30%	13,70%
Médiane		3,90%	4,00%	5,20%	4,60%	17,60%	15,90%	16,00%	14,90%	13,50%	13,70%

Source : Bloomberg, rapports annuels

nr : non représentatif (en raison de charges de restructurations significatives et au caractère exceptionnel).

Les données ci-dessus confirment le caractère globalement comparable de l'échantillon, les sociétés présentant des dynamiques de croissance et des taux de marge relativement proches de Havas.

Le tableau ci-dessous présente les multiples de valorisation ressortant de l'analyse des sociétés comparables cotées.

Tableau 3. Multiples des sociétés de l'échantillon de sociétés cotées comparables

Société	Multiple CA			Multiple EBITDA			Multiple EBIT		
	Dec-13	Dec-14	Dec-15	Dec-13	Dec-14	Dec-15	Dec-13	Dec-14	Dec-15
Publicis	1,71x	1,66x	1,57x	9,7x	9,2x	8,5x	10,8x	10,5x	9,6x
WPP	1,66x	1,67x	1,57x	8,9x	9,8x	9,1x	11,1x	11,7x	10,8x
Omnicom	1,46x	1,39x	1,33x	10,1x	9,5x	9,1x	11,7x	10,9x	10,4x
Interpublic	nr	1,12x	1,08x	nr	8,6x	7,9x	nr	10,8x	9,6x
Moyenne	1,61x	1,46x	1,39x	9,6x	9,3x	8,6x	11,2x	11,0x	10,1x
Médiane	1,66x	1,53x	1,45x	9,7x	9,4x	8,8x	11,1x	10,8x	10,0x

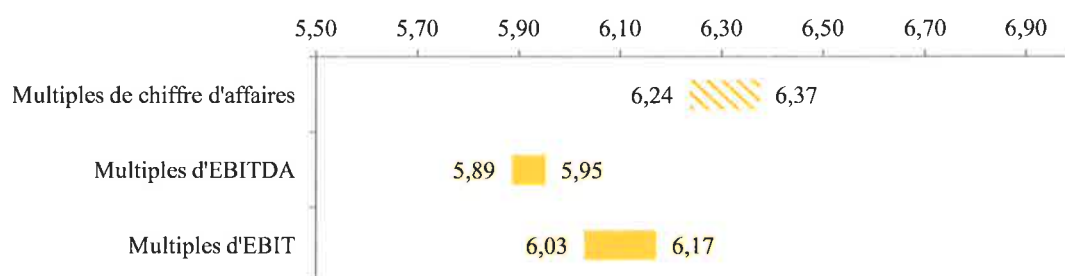
Source : Bloomberg, rapports annuels, notes de brokers.

Note : capitalisations boursières estimées sur la base du cours moyen 1 mois au 24/10/2014.

7.3 Valeur de l'action Havas déterminée par la méthode des multiples de sociétés comparables cotées

En retenant les multiples des agrégats financiers 2014 et 2015, nous obtenons les résultats synthétisés dans le graphique 3.

Graph 3. Evaluation du titre Havas à partir de la méthode des multiples de sociétés comparables cotées



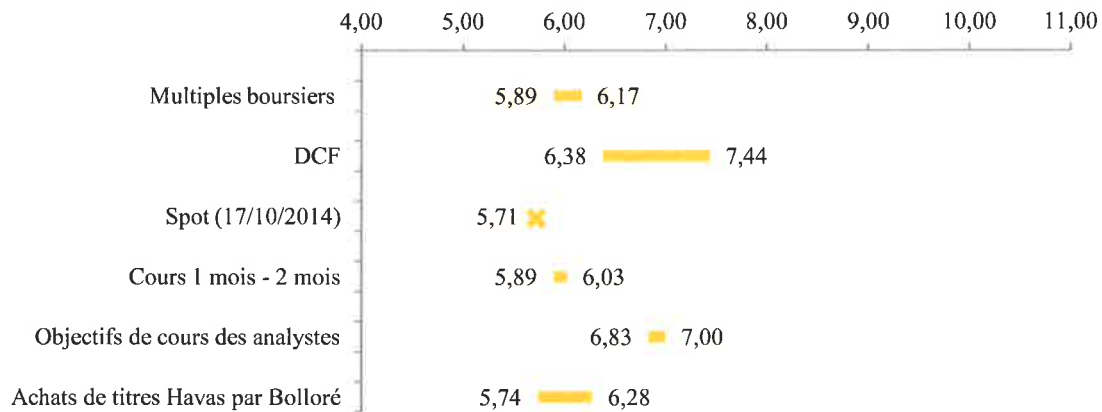
Nous retenons une fourchette de valorisation de l'action Havas comprise entre 5,89€ et 6,17€ en application de la méthode des multiples de sociétés comparables cotées.

8. Synthèse des travaux

Les différentes références de valorisation retenues et le résultat des méthodes mises en œuvre conduisent à des valeurs de l'action Havas présentées dans le graphique 4⁴⁶ :

⁴⁶ Le nombre limité de transactions comparables ainsi que les déclarations de Bolloré dans le projet de notre d'information concernant l'absence de projet de transfert du contrôle nous a conduit à écarter la méthode des transactions comparables, à titre indicatif cette approche conduit à une valorisation de l'action Havas comprise entre 7,3 € et 8,3 €.

Graph 4. Synthèse des références de valorisation et des résultats des méthodes de valorisation du titre Havas



La référence au cours de bourse fait ressortir une fourchette comprise entre 5,71€ et 6,03€ tandis que la référence aux objectifs de cours des analystes est plus élevée et se situe entre 6,83€ et 7,00€.

Nous estimons que la valeur intrinsèque de l'action Havas à retenir pour l'analyse de la parité correspond aux résultats de notre approche DCF, soit entre 6,38€ et 7,44€, dont la fourchette globale est corroborée par la référence aux objectifs de cours des analystes et la fourchette basse par la méthode des multiples boursiers.

Nous observons que les acquisitions de titres Havas effectuées par Bolloré l'ont toujours été à un cours inférieur à notre estimation de sa valeur intrinsèque.

V. EVALUATION DES BSAAR D'HAVAS

Nous exposons en premier lieu les caractéristiques des BSAAR (1.), puis la méthode de valorisation retenue (2.). Nous présentons ensuite, à titre indicatif uniquement, l'évolution du cours du BSAAR (3.). Enfin, nous présentons notre analyse de valeur du BSAAR (4.).

L'examen des travaux d'évaluation effectués par les Banquiers conseils est présenté à la section VII.

1. Présentation des BSAAR

Les principales caractéristiques des BSAAR objets de l'Offre sont les suivantes :

- les BSAAR donnent le droit de recevoir, au choix de la société, 1,03 actions nouvelles ou existantes par paiement d'un prix d'exercice de 3,85€ ;
- les BSAAR sont exerçables à tout moment jusqu'au 8 février 2015, ce qui leur confère une durée de vie résiduelle au 1er décembre 2014 (date d'ouverture prévue de l'Offre) de quelques semaines ;
- la société peut forcer la conversion des BSAAR dans le cas où la moyenne pondérée du cours par les volumes de transactions sur les dix séances de bourse qui précèdent la date de publication de l'avis de remboursement anticipé excède 12€⁴⁷.

2. Détermination de la méthode de valorisation des BSAAR

Les BSAAR objets de l'Offre sont cotés depuis le 8 février 2012.

La liquidité du BSAAR est très limitée depuis quelques temps : entre le 24 septembre 2014 et le 24 octobre 2014, il y a eu 14 jours sans aucune transaction, soit 61% des jours de bourse sans aucune transaction (source : Bloomberg).

Par conséquent, la référence au cours de bourse pour apprécier le caractère équitable de l'Offre n'est pas pertinente.

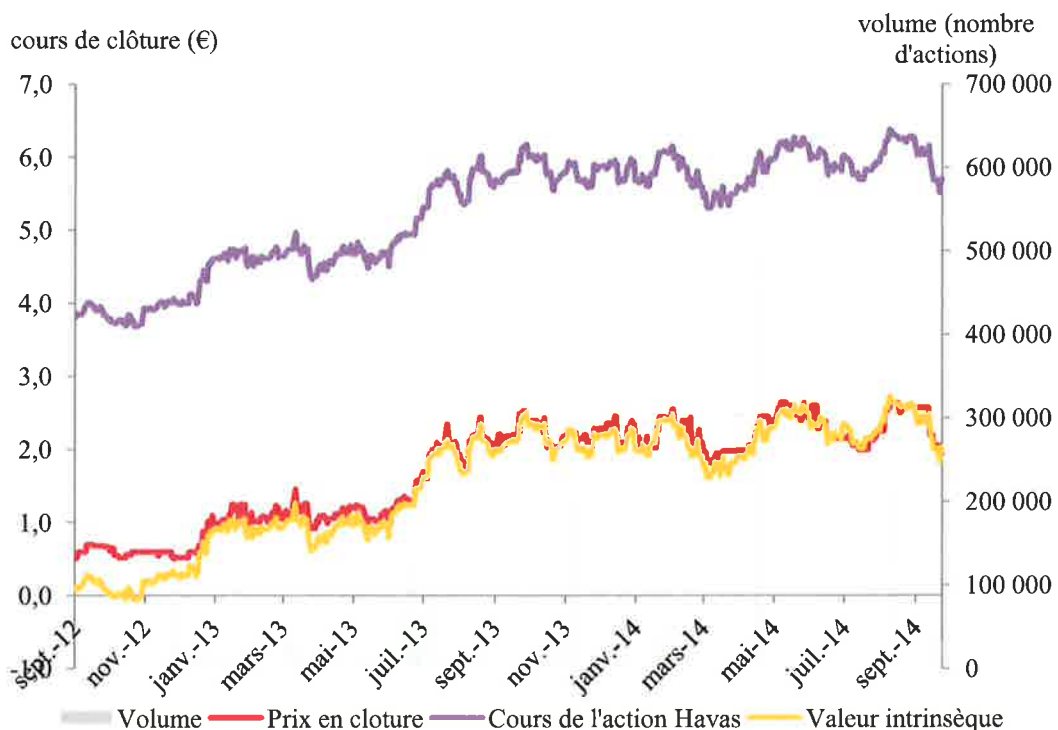
⁴⁷ La probabilité d'un tel événement est aujourd'hui nulle compte tenu du cours du titre et de la faible durée de vie résiduelle des bons.

Nous avons donc évalué les BSAAR en mettant en œuvre la méthode de Monte-Carlo qui permet de prendre en compte la parité d'exercice et la clause de forçage. L'analyse du cours de bourse du BSAAR est présentée à titre indicatif.

3. Cours de bourse du BSAAR – à titre indicatif uniquement

Le graphique ci-après présente l'évolution du cours de l'action Havas (en violet) et du BSAAR (en rouge), ainsi que les volumes traités sur le BSAAR et l'évolution de la valeur intrinsèque⁴⁸ du BSAAR.

Graph 1. Analyse du cours de bourse et des volumes échangés avant la Date d'annonce



Le graphique 1 confirme que les volumes échangés sur le BSAAR sont limités, en particulier depuis quelques mois. Il montre également que le cours du BSAAR est très proche de leur valeur intrinsèque.

⁴⁸ Valeur intrinsèque du BSAAR = cours de l'action x parité d'exercice – prix d'exercice.

4. Analyse de valeur du BSAAR par les simulations Monte-Carlo

4.1 Détermination des paramètres de valorisation des BSAAR 2006

4.1.1. La Date d'Evaluation et la durée de vie résiduelle

Les BSAAR émis par Havas sont des options d'achat américaines, c'est-à-dire des instruments financiers donnant le droit de souscrire des actions Havas à tout moment jusqu'à leur date d'échéance.

La valeur des BSAAR dépend donc directement de leur durée de vie résiduelle, c'est-à-dire de l'écart entre leur date d'évaluation et leur date d'échéance.

Or, les porteurs de BSAAR auront la possibilité de les exercer jusqu'à la date d'extinction prévue en février, avant de décider, éventuellement, de les apporter à cette offre.

C'est pourquoi nous avons fixé leur date d'évaluation, et la date à partir de laquelle nous calculons leur durée de vie résiduelle, au 1^{er} décembre 2014.

4.1.2. L'action sous-jacente et sa valeur

Nous avons effectué des analyses de valeur sur la base d'un cours de l'action Havas variant entre 5,80€ et 7,40€ (cette fourchette de valorisation est cohérente avec les résultats des différentes analyses de la valeur de l'action Havas que nous avons menées).

4.1.3. Le taux sans risque et le taux de prêt – emprunt de titres

Il a été retenu un taux sans risque et une marge de prêt-emprunt de titres nuls (les taux de marché actuels sont proches de 0% pour des maturités très courtes).

4.1.4. Dividendes attendus d'ici l'échéance

Aucun versement de dividendes n'est prévu d'ici l'échéance des BSAAR.

4.1.5. La volatilité attendue du sous-jacent

La détermination de la volatilité attendue du sous-jacent conduit à examiner et prendre en compte les éléments suivants :

- la volatilité implicite des options sur actions du sous-jacent, ou d'autres instruments cotés de l'entité qui comprennent des caractéristiques optionnelles ;
- la volatilité historique du prix de l'action au cours de la dernière période correspondant à la durée de vie attendue de l'option (en tenant compte de la durée de vie contractuelle et des effets d'un exercice anticipé lié à la clause de forçage) ;
- la tendance de la volatilité à revenir vers sa moyenne, mais également les facteurs pouvant indiquer que la volatilité attendue future pourrait différer de la volatilité passée compte tenu de circonstances de marché exceptionnelles, d'événements particuliers ayant affecté la vie du titre ou d'évolution majeure de l'activité de la société.

Dans le cas d'espèce, on peut faire les constats suivants :

- la liquidité des BSAAR étant très faible depuis leur cotation, leur cours ne permet pas de calculer une référence pertinente de volatilité implicite ;
- à notre connaissance, il n'existe pas d'autres instruments dérivés des actions Havas cotés susceptibles de fournir une référence de volatilité implicite pertinente ;
- la volatilité historique des rendements de l'action Havas, calculée au 24 octobre 2014, ressort proche de 20% pour des périodes variant entre 6 mois et 2 ans (source : Bloomberg, données hebdomadaires), à des niveaux similaires aux volatilités attendues retenus pour les évaluations à des fins comptables des plans d'options attribuées en 2006, 2007 et 2008, pour des titres proches de la monnaie⁴⁹.

Nous avons retenu une volatilité attendue de 20% et avons réalisé une analyse de sensibilité à ce paramètre⁵⁰.

⁴⁹ i.e. dont le prix d'exercice et le cours du sous-jacent sont proches.

⁵⁰ Nous avons réalisé des analyses pour une volatilité comprise entre 20% et 30% (la prise en compte d'une volatilité au-delà de 20% permet de prendre en compte une anomalie de marché généralement

4.1.6. La clause de forçage

La clause de forçage peut être activée par la société si le cours du sous-jacent atteint 12€ d'ici l'échéance. La probabilité que le cours du sous-jacent atteigne un tel niveau d'ici l'échéance étant extrêmement faible, la valeur de la clause de forçage n'est pas significative.

5. Résultat des travaux de valorisation

Nos différentes analyses font ressortir une valeur des BSAAR quasiment égale à leur valeur intrinsèque (différence comprise entre 0,0% et 0,1%). La valeur temps très limitée s'explique par le fait que l'échéance est proche et le titre optionnel fortement dans la monnaie (avec une volatilité et un taux sans risque limités).

Un détenteur de BSAAR, qui souhaite bénéficier de l'Offre, doit analyser les gains nets dans chacun des scénarios suivants :

- conversion de ses BSAAR en actions Havas, puis conversion de ses actions Havas en actions Bolloré, et
- conversion de ses BSAAR directement en actions Bolloré.

Le tableau ci-dessous présente la parité entre un BSAAR et les actions Bolloré pour différentes valeurs de l'action Havas sous l'hypothèse que le détenteur du BSAAR les exercerait et convertirait ensuite les actions Havas obtenues en actions Bolloré (sous les conditions de l'Offre).

observée, où la volatilité implicite du sous-jacent ressort à des niveaux plus élevés lorsque le titre dérivé est largement hors de la monnaie ou largement dans la monnaie).

Valeur de l'action Havas	Prix d'exercice	Valeur intrinsèque du BSAAR	Valeur BSAAR / Valeur action HAVAS	parité Havas / Bolloré estimée équitable ⁵¹	parité induite BSAAR / Bolloré	Ecart avec la parité proposée de 0,84x
(1)	(2)	(3)	(4)=(3)/(1)	(5)	(6)=(4)/(5)	(7)=(31/37)/(8)-1
5,82	3,85	2,14	0,37x	0,56x	0,66x	26%
6,02	3,85	2,35	0,39x	0,56x	0,70x	19%
6,22	3,85	2,56	0,41x	0,56x	0,74x	13%
6,42	3,85	2,76	0,43x	0,56x	0,77x	8%
6,62	3,85	2,97	0,45x	0,56x	0,81x	4%
6,82	3,85	3,17	0,47x	0,56x	0,84x	0%
7,02	3,85	3,38	0,48x	0,56x	0,87x	-3%
7,22	3,85	3,59	0,50x	0,56x	0,89x	-6%
7,42	3,85	3,79	0,51x	0,56x	0,92x	-9%

Comme le montre le tableau supra, l'écart entre la parité proposée et la parité théorique est nul lorsque la valeur retenue pour l'action Havas est de 6,82€. L'écart demeure limité (inférieur à $\pm 10\%$) pour une valeur de l'action Havas comprise entre 6,35€ et 7,51€.

Les méthodes d'évaluation de l'action Havas font ressortir des valeurs comprises entre 5,89€ et 7,44€ (méthode par les multiples boursiers et méthode par l'actualisation des flux de trésorerie) : la moyenne des ces valeurs extrêmes (6,66€) ferait ressortir un écart faible (3%) entre la parité théorique et la parité offerte.

La référence aux cours de bourse est clé, dans la mesure où l'échéance du BSAAR est proche (en l'absence de fluctuations inhabituelles, le cours actuel devrait être proche du cours à l'échéance). Entre le 20 octobre et le 31 octobre 2014 (depuis l'annonce de l'Offre), le cours de clôture Havas a évolué entre 5,8€ et 6,5€ (respectivement au 20 octobre et au 31 octobre). Les derniers cours de bourse font donc ressortir un écart limité entre la parité théorique et la parité offerte (si un cours de référence de l'action Havas de 6,5€ est retenu, alors les porteurs de BSAAR bénéficient d'une prime, par rapport à un exercice des BSAAR, de moins de 8% en souscrivant à l'Offre).

⁵¹ Après division par 100 du nominal de Bolloré.

VI. EVALUATION DE BOLLORÉ

Afin d'apprécier l'équité de la parité offerte dans le cadre de l'Offre, il est nécessaire d'évaluer Bolloré.

En respectant une approche multicritère nos travaux nous ont conduits à mettre en œuvre une approche par la somme des parties (paragraphes 6.) ainsi que plusieurs références de valorisation (paragraphes 3. à 5.).

Nous exposons au préalable succinctement les raisons pour lesquelles nous avons écarté certaines méthodes et références (1.) et les éléments à prendre en compte pour passer de la valeur de l'activité à la valeur par action (2.).

1. Méthodes d'évaluation et références écartées

1.1 Méthode de l'actualisation des dividendes

Bien que Bolloré se soit engagé pour l'avenir (cf. § 1.2.8.2 du projet de note d'information) à aligner sa politique de distribution de dividendes pour atteindre un niveau de rendement équivalent à celui d'Havas, le montant des dividendes qu'il est envisagé de verser ne correspondra pas nécessairement aux flux de trésorerie disponibles pour les actionnaires.

Dès lors, cette méthode ne paraît pas pertinente pour évaluer Bolloré.

1.2 Méthode de l'actualisation des flux de trésorerie mise en œuvre globalement

Etant donné la diversité des activités opérationnelles de Bolloré en termes d'intensité capitalistique, de croissance d'exposition géographique, de marge, etc., Bolloré ne réalise aucun plan d'affaires global. Par ailleurs, la mise en œuvre d'une approche DCF globale ne permettrait de prendre en compte ni la valeur des participations minoritaires de Bolloré dans des sociétés cotées ni la valeur de la boucle d'autocontrôle.

Dès lors, cette méthode n'a été mise en œuvre pour évaluer Bolloré.

1.3 Méthodes des multiples mises en œuvre globalement

Pour les mêmes raisons que celles indiquées au paragraphe précédent, il n'est pas possible de mettre en œuvre une approche globale par la méthode des multiples sur Bolloré.

1.4 Référence à l'actif net comptable

Les principaux éléments d'actifs du Groupe Bolloré n'étant pas nécessairement inscrits à l'actif pour leur valeur de marché, cette méthode ne paraît pas pertinente pour évaluer Bolloré.

2. Eléments permettant de passer de la valeur d'entreprise à la valeur par action

2.1 Eléments permettant de passer de la valeur d'entreprise à la valeur des titres

Le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des actions suppose de soustraire et d'ajouter un certain nombre d'éléments.

Nous retenons parmi les éléments à déduire de la valeur des actifs de Bolloré (données au 30 juin 2014) :

- la dette nette consolidée du Groupe Bolloré : 1.651 M€ ;
- les provisions pour retraites hors impôts différés : 111 M€ ;
- les dividendes décaissés depuis le 30/06/2014 : 55 M€ ;
- les investissements financiers réalisés depuis le 30/06/2014 : 25 M€

Nous retenons parmi les éléments à ajouter à la valeur des actifs de Bolloré un certain nombre d'autres éléments (principalement les actifs immobiliers et des prêts et créances) représentant un montant de 573 M€.

Nous avons également tenu compte de la valeur des intérêts minoritaires de manière différenciée suivant les entités concernées, selon celles qui nous apparaissaient les plus pertinentes au cas d'espèce. Pour l'activité transport et logistique nous avons retenu le pourcentage d'intérêt estimé par le groupe. Pour les solutions de stockage d'électricité, nous avons tenu compte du pourcentage du capital détenu par les minoritaires dans Blue Solutions. Pour les holdings Rivaud, nous avons tenu compte du pourcentage des intérêts minoritaires dans l'actif net réévalué que nous avons calculé, la référence au

cours de bourse ne nous paraissant pas pertinente compte tenu de la faible liquidité de ces titres. Pour les autres activités, comprenant des intérêts minoritaires, nous avons appliqué le pourcentage des minoritaires à la valeur globale que nous avons retenue. Il convient de noter que nous considérons la valeur de Bolloré dans Havas à hauteur de sa participation et que dès lors nous n'avons pas à retenir d'intérêts minoritaires.

2.2 Nombre de titres pris en compte

2.2.1. Détermination du nombre de titres total

Nous avons retenu un nombre de titres Bolloré de 27.508.748 actions correspondant à 27.414.288 actions émises au 30 juin 2014, 29.585 actions émises pour les actionnaires ayant opté pour le paiement de l'acompte sur dividende en actions, 3.500 actions gratuites créées au cours du second semestre, et 61.375 actions gratuites restant à créer par émission d'actions nouvelles ou utilisation de titres d'autocontrôle.

2.2.2. Analyse de l'impact des boucles d'autocontrôle

Comme nous l'avons souligné au paragraphe II. 1.2, Bolloré détient une large partie de son capital indirectement. Dans ce rapport, nous avons distingué deux niveaux de boucles d'auto-détention :

- les titres Bolloré détenus par les holdings Rivaud : **2.264.100 titres** (principalement via deux des Initiateurs : Cambodge et Artois) ;

Ces titres sont relativement facilement cessibles sur le marché compte tenu de la liquidité du titre Bolloré (cf. infra), et peuvent servir de monnaie d'échange dans une offre comme le démontre l'opération en cours.

- les titres Bolloré détenus indirectement via les participations dans les holdings faîtières : nous avons estimé ce nombre de titres à **15.410.975 actions**.

Ces titres sont très peu liquides (seule la société Odet est cotée avec un flottant étroit).

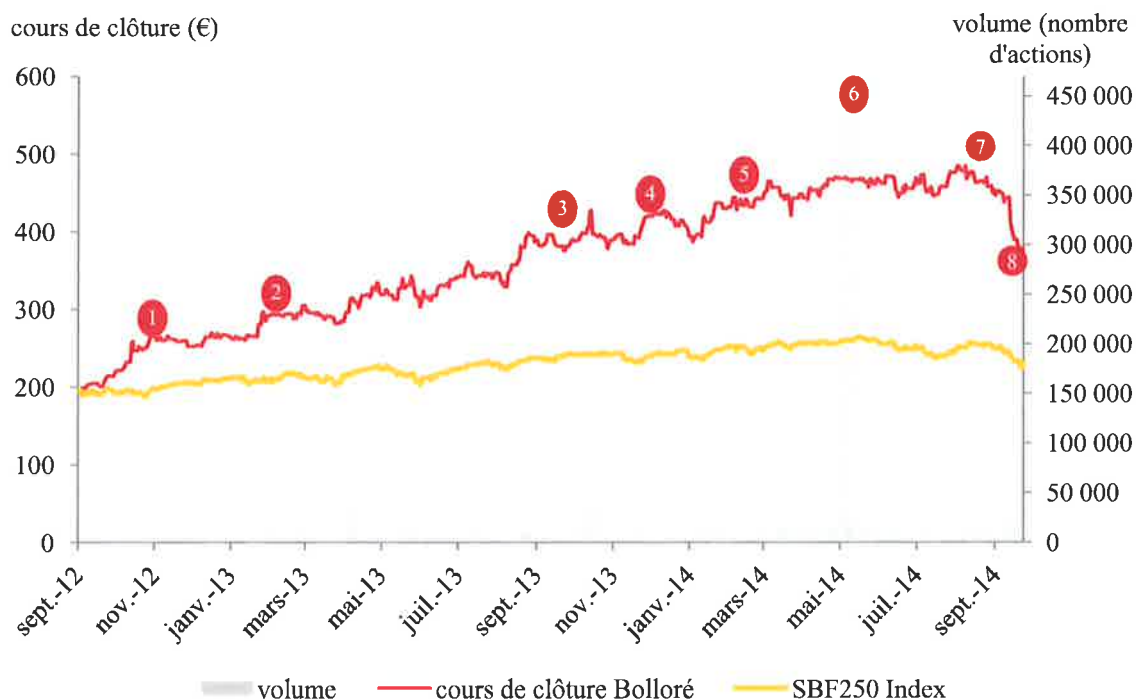
3. Référence au cours de bourse

3.1 Evolution du cours de bourse sur deux années jusqu'à la date d'annonce

Avant la suspension du cours à la Date d'annonce, le titre Bolloré se négociait à 378,85€ soit une capitalisation boursière de 10,4 milliards d'euros.

Le graphique 1 présente l'évolution du cours de l'action Bolloré, ainsi que les volumes échangés et les événements majeurs ayant pu influencer sur le cours de bourse, sur une période de deux ans avant la Date d'annonce.

Graphe 1. Evolution du cours de bourse et des volumes avant la Date d'annonce



Source : Bloomberg

Renvois

Renvois	Date	Evènements
1	05/11/2012	Exane BNP Paribas initie la couverture du titre Bolloré avec un objectif de cours de 331 €
2	15/02/2013	Exane relève son objectif de cours à 370 € soit un potentiel de hausse de + 30%
3	16/09/2013	Lancement du processus d'introduction en bourse de la filiale de Bolloré : Blue Solutions
4	06/11/2013	Chiffre d'affaires sur les 9 premiers mois de l'année (+ 12% par rapport à 2011)
5	04/02/2014	Note de Kepler Cheuvreux avec une recommandation à l'achat et un objectif de cours de 510 €
6	30/05/2014	Intégration de l'action Bolloré sur l'indice MSCI France

7

29/08/2014 Résultats du premier semestre 2014 (CA en baisse de 5.2% et résultat opérationnel en hausse de 11%)

8

08/10/2014 Forte phase baissière amorcée en partie à cause de l'exposition de Bolloré au virus Ebola

Le titre Bolloré suit depuis deux ans une tendance haussière (hausse de 75% entre le 16 octobre 2012 et le 16 octobre 2014) et surperforme ainsi le marché (hausse 14 % pour le SBF 250 sur la même période).

Cette appréciation du titre est avant tout le reflet des bonnes performances du Groupe sur cette période marquée par la hausse du résultat opérationnel et la réalisation d'importantes plus-values (sortie du capital d'Aegis et cession des chaînes TNT).

A ces facteurs internes s'ajoute une amélioration de la visibilité du titre sur le marché (début de couverture du titre par Exane en novembre 2012, entrée du titre dans l'indice MSCI France en mai 2014...).

Plus récemment le titre a reculé notamment du fait des craintes que le virus Ebola fait planer sur ses activités en Afrique alors que le management a indiqué que les trois pays les plus touchés par cette épidémie (Guinée, Libéria, Sierra Léone) ne représentent que 5% de son activité sur le continent et qu'il ne constatait pas de baisse d'activité dans ces zones géographiques.

Le tableau 1 présente des indications sur le cours de l'action et les volumes échangés sur plusieurs périodes jusqu'à la date d'annonce.

Tableau 1. Analyse des cours et des volumes sur deux années

Au 17/10/2014	A la date d'annonce	1 mois	2 mois	3 mois	6 mois	1 an	2 ans
Cours moyen pondéré par les volumes (€)	378,9	410,9	433,9	438,7	456,1	442,4	399,9
Cours le plus haut (€)		470,0	484,9	484,9	484,9	484,9	484,9
Cours le plus bas (€)		367,5	367,5	367,5	367,5	367,5	214,4
Rotation du flottant	0,17%	7,27%	11,62%	14,56%	42,49%	65,90%	97,47%
Volume moyen quotidien	8 085	15 770	12 320	10 688	15 812	12 513	9 359
Volume cumulé	8 085	346 934	554 388	694 713	2 023 993	3 190 834	4 773 064

Source : Bloomberg

Sur la base du dernier cours avant la suspension du titre et de la moyenne pondérée 1 mois et 2 mois, nous obtenons une fourchette de valorisation du titre Bolloré comprise entre 378,9€ et 433,9€.

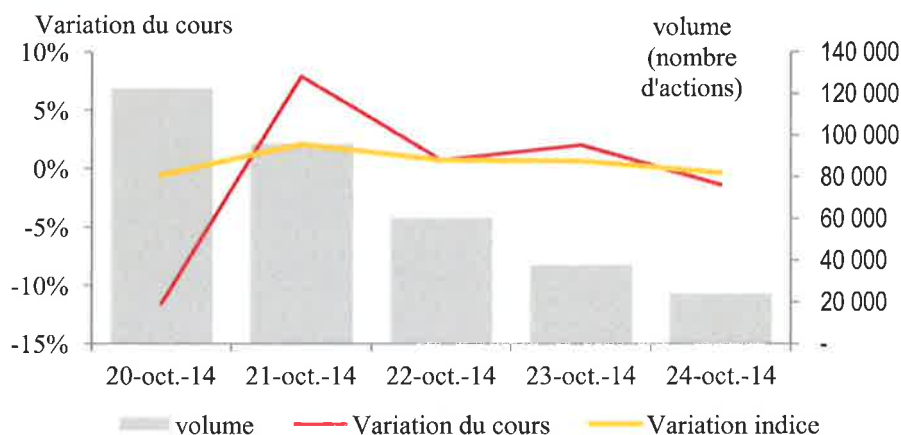
3.2 Evolution du cours de bourse depuis l'annonce de l'offre

Après une baisse du cours de 12% le jour de la reprise de cotation, le titre Bolloré aura finalement perdu seulement 3,2% la semaine suivant l'offre, sur un marché en légère hausse (+2% pour le CAC 40 la même semaine).

Cette réaction du marché à l'Offre de Bolloré sur Havas (rendement anormal cumulé négatif de -5%⁵²) est en ligne avec les baisses de cours constatées généralement sur les titres de l'initiateur dans le cadre d'une OPE⁵³. En effet, les titres de l'initiateur étant utilisés pour acquérir ceux de la cible, ce type d'opération envoie un signal négatif au marché sur la valeur des titres proposés à l'échange. Cependant, cette réaction ne signifie pas, selon notre analyse, que le titre Bolloré soit objectivement surévalué compte tenu de sa valeur intrinsèque.

Ces variations de cours se sont traduites dans les volumes de titres échangés sur la période. En une semaine 341.490 titres Bolloré ont fait l'objet d'une transaction sur le marché soit 3 fois plus que le volume hebdomadaire moyen constaté sur les 4 semaines précédentes.

Graph 2. Evolution du cours de bourse et des volumes après l'annonce de l'Offre



⁵² Sur une fenêtre usuelle -1 jour / + 1 jour autour de la date d'annonce.

⁵³ A titre d'exemple, on peut se référer à « Do Stock Mergers Create Value for Acquirers ? », Pavel G. Savor et Qi Lu, Journal of Finance, juin 2009 : cette étude met en exergue des rendements anormaux positifs moyens compris entre 9,0% et 12,9% pour les cibles et entre -4,5% et -3,3% pour les initiateurs. Il faut relever que le fait que le Groupe Bolloré n'anticipe pas de synergies particulières à la suite de l'Offre et le fait que l'Offre soit uniquement en titres sont des particularités qui distinguent l'Offre des OPE usuelles.

3.3 Comparaison de la liquidité des titres Bolloré et Havas

Comme nous l'avons indiqué au paragraphe I. 5, il est important pour les actionnaires d'Havas de connaître la liquidité comparée des titres Havas et Bolloré.

La liquidité d'un titre correspond en première analyse à la capacité d'acquérir ou de vendre, dans un délai limité, une assez grande quantité du titre correspondant sans provoquer de modification significative de son cours. Elle dépend à la fois de la taille relative du flottant par rapport au nombre de titres de la société, mais aussi de la fréquence des transactions. On distingue souvent pour caractériser la liquidité d'un titre à la fois les écarts entre cours acheteur et vendeur (le bid – ask spread) et la profondeur, c'est-à-dire le volume de transactions pouvant être exécuté sans décalage de prix.

Dans un premier temps, il est clair que les deux titres n'ont pas le même flottant⁵⁴ puisque celui de Havas représente 62% alors que celui de Bolloré est seulement de 17,4%⁵⁵. Mais cette simple comparaison ne dit rien sur la liquidité respective des titres.

Il existe différents moyens de mesurer cette liquidité. Nous l'avons donc étudié suivant deux approches.

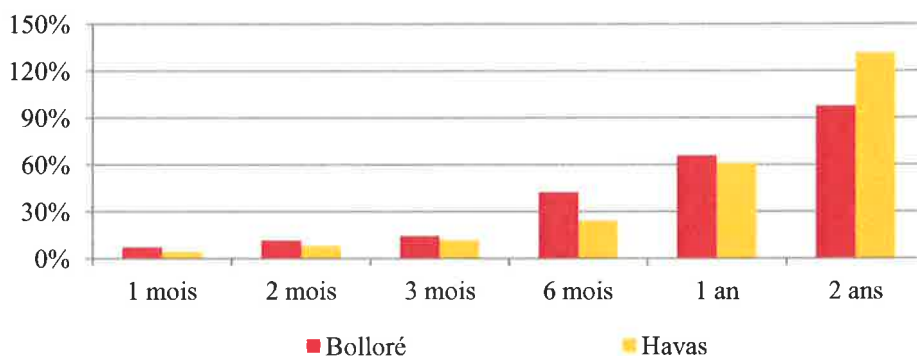
Nous avons tout d'abord mesuré la rotation du flottant de chacun des titres, ce paramètre étant généralement considéré comme un bon indicateur de la liquidité d'un titre. Il mesure la proportion du flottant échangé durant une période donnée. Ce critère est souvent exigé pour faire partie de certains indices boursiers.

Le graphe 3 met en exergue le fait que le titre Bolloré est plus liquide que le titre Havas de ce point de vue depuis un an alors que précédemment il l'était moins.

⁵⁴ Le flottant correspond à la part du capital d'une société susceptible d'être échangé en bourse. Le flottant correspondant généralement à l'ensemble du capital de la société auquel ont été retranchées les actions détenues par les actionnaires de contrôle.

⁵⁵ Source : Bloomberg au 17/10/14. Ce pourcentage a évolué sur la période de deux ans observée.

Graph 3. Comparaison de la rotation du flottant des titres Bolloré et Havas sur différentes périodes



En combinant les tailles respectives des flottants et leurs taux de rotation il en résulte que les actionnaires de Havas ont besoin d'une durée de 6,8 à 8,8 jours⁵⁶ pour liquider 1% du capital et de 2,8 jours à 3,5 jours pour échanger des actions représentant un montant de 10 M€, tandis que les actionnaires de Bolloré ont besoin d'une durée de 17,4 à 25,7 jours pour échanger 1% du capital, et de 1,4 jours à 2,1 jours pour échanger 10 M€. Cette simple comparaison n'est cependant pas très éclairante car elle ne dit pas quelle serait l'influence de ces transactions sur les cours respectifs des deux valeurs.

Nous avons de ce fait analysé une autre mesure qui est souvent utilisée dans la littérature académique pour rendre spécifiquement compte de l'impact du volume des titres échangés sur les cours⁵⁷. Elle consiste à calculer le ratio rapportant la variation quotidienne (en valeur absolue) du cours d'un titre au volume échangé quotidiennement (calculé en euros). L'intuition de cette mesure est que l'une des facettes de la liquidité est la possibilité de vendre ses actions (et donc obtenir des liquidités), sans subir de coûts liés au fait que cette cession fasse baisser le cours du titre. Un titre est d'autant plus liquide que ce ratio est faible, dans la mesure où cela signifie que la cession d'un montant important de titres entraîne une variation très faible du cours.

⁵⁶ Selon la durée (entre 1 mois et 1 an) sur laquelle le nombre de titres échangé quotidiennement est calculé.

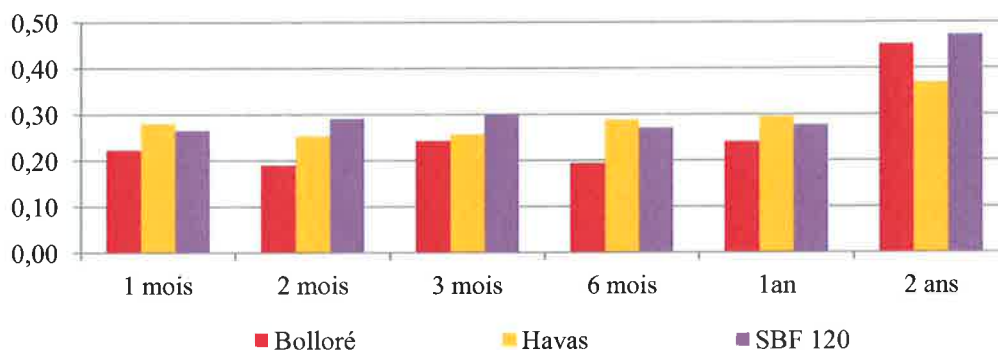
⁵⁷ Amihud Yakov, Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects, *Journal of Financial Markets*, N°5 2002 pp31-56

Acharya Viral, Lasse Heje Pedersen, Asset Pricing with liquidity risk, *Journal of Financial Economics*, Vol.77 2005, pp 375-410

Amihud Yakov, Haim Mendelson, Lasse Heje Pedersen, Liquidity and Asset Prices, *Foundations and Trends in Finance*, Vol. N°4 2005, pp296-364

Le graphe 4, qui présente la moyenne de ce ratio⁵⁸ calculée sur différentes périodes, fait également apparaître que le titre Bolloré est légèrement plus liquide que celui de Havas pour toutes les durées considérées sur la dernière année, alors que ce n'était pas le cas auparavant. On observe également que ces deux titres sont plus liquides que la moyenne des titres du SBF 120.

Graphe 4. Analyse du ratio « variation journalière du cours d'un titre / montant échangé calculé en € » sur les titres Bolloré et Havas



Il faut souligner que cette analyse ne prend pas en considération l'effet qu'une vente des titres Bolloré obtenue dans le cadre de l'Offre (« flow back ») sur un laps de temps restreint aurait sur son cours, cet effet étant par nature difficile à quantifier et surtout transitoire.

Il est également important de relever que la division du nominal de l'action Bolloré par 100 devrait également participer à l'augmentation de la liquidité sur ce titre.

Le titre Bolloré est donc légèrement plus liquide que le titre Havas si on considère différentes mesures sur l'année passée. Ce différentiel devrait logiquement évoluer en faveur de Bolloré (hausse de la liquidité du titre Bolloré et baisse de celle du titre Havas) en cas de réussite de l'Offre, nonobstant l'impact transitoire que pourrait avoir une cession rapide d'une part significative des titres Bolloré obtenus dans le cadre de l'Offre.

4. Référence aux objectifs de cours des analystes

Le titre Bolloré est suivi régulièrement par 5 analystes : Exane BNP Paribas, Natixis, CM-CIC, Kepler Chevreux et Alpha Value. Les prix cibles des analystes depuis

⁵⁸ Ce ratio a été multiplié par 10⁷ pour améliorer la lisibilité de cette mesure.

l'annonce des résultats du premier semestre 2014 font ressortir une fourchette de prix compris entre 269 € et 560 €, avec une moyenne des objectifs de cours de 494 € (médiane de 505 €).

On relève qu'Alpha Value retient un objectif de cours largement inférieur à ceux retenus par les autres analystes qui suivent le titre. Les dernières notes publiées par Alpha Value ne fournissant aucun détail sur l'estimation de l'actif net réévalué du Groupe ou sur l'approche retenue pour définir son cours cible, l'objectif de cours de cet analyste n'a pas été retenu.

Sur la base de la fourchette de prix cibles des analystes nous obtenons une valorisation du titre Bolloré entre 494€ (moyenne) et 505€ (médiane).

Suite à l'annonce de l'Offre, les analystes ont revu à la baisse leurs objectifs de cours (baisse moyenne de -3,8%) expliquant ce phénomène par l'exposition du Groupe à la zone Afrique, touchée par le virus Ebola. Les principales réactions négatives à l'offre relevées concernent (i) le signal envoyé au marché sur la valorisation du titre dans le cadre d'une OPE, (ii) la diminution relative de la part du Groupe consacrée à ses activités en Afrique. Les analystes relèvent cependant plutôt les avantages que l'Offre peut procurer pour les actionnaires de Bolloré (amélioration de la liquidité, diminution de la décote, simplification de la structure capitalistique ...).

5. Référence aux achats et aux ventes par Bolloré sur ses propres titres

Sur les 12 derniers mois (soit du 17 octobre 2013 au 17 octobre 2014), Bolloré et ses filiales ont réalisé des opérations d'acquisition et cession des actions de Bolloré SA.

Tableau 3. Acquisitions de titres Bolloré réalisées par Bolloré et ses filiales

Date	Nombre de titres	Prix
3-oct.-13	134 745	348,2
30-juin-14	54 087	468,5
Total /Moyenne	188 832	382,7

Tableau 4. Cessions de titres Bolloré réalisées par Bolloré et ses filiales

Période	Nombre de titres	Prix moyen
du 6 janvier 2014 au 23 janvier 2014	22 780	417,5
du 31 mars 2014 au 11 avril 2014	80 342	461,3
du 7 mai au 25 juin 2014	338 865	471,5
du 30 juin au 9 juillet 2014	45 438	472,4
Total/Moyenne	487 425	467,4

Sur l'année écoulée, le Groupe a été vendeur net d'actions Bolloré. Le management de Bolloré nous a indiqué que les cours auxquels ces cessions avaient été réalisées ne constituaient pas une indication de son opinion sur la valeur de ses actions. Ces transactions correspondaient à la cession d'actions acquises à titre de placement financier à un cours beaucoup plus faible.

Sur la période, le prix de vente de ses actions par le Groupe Bolloré est compris entre 417 € et 472 €.

6. Méthode de la somme des parties

Après avoir exposé le principe de la méthode de la somme des parties (6.1.), nous analyserons dans quelle mesure l'évaluation de Bolloré conduit à prendre en compte une décote de conglomérat (6.2.), puis nous évaluerons ses différents actifs opérationnels (6.3.), ses participations financières (6.4.) et ses boucles d'auto-détention (6.5.).

6.1 Principe

La méthode de la somme des parties consiste à valoriser chacune des activités d'une société en retenant la ou les méthodes ainsi que la ou les références les plus appropriées à ses spécificités (approche multicritères).

Cette méthode s'avère particulièrement appropriée à Bolloré qui est un conglomérat regroupant différentes activités opérationnelles qui se distinguent par leurs modèles d'activité (perspectives de croissance, niveau de marge, intensité capitalistique, niveau de risque), leur maturité, ou la possibilité de trouver des comparables pertinents.

6.2 Prise en compte d'une décote de conglomerat

6.2.1. Quel est le fondement de la décote de holding / conglomerat ?

Les conglomerats (c'est-à-dire les groupes présents dans différents secteurs d'activités sans synergies entre eux) et les holdings subissent une décote⁵⁹ entre leur actif net réévalué et leur cours de bourse car le marché suspecte ces structures :

- d'avoir une mauvaise politique d'allocation de leur capital : les cash-flows générés par certaines activités sont investis dans des activités à valeur actuelle nette (VAN) négative plutôt que d'être redistribués aux actionnaires ;
- d'engendrer des coûts supplémentaires : des frais de fonctionnement pour superviser des activités disparates, des frottements fiscaux... ;
- d'offrir moins de liquidité que les actifs dans lesquels ils investissent.

Ces inconvénients peuvent cependant être compensés lorsque le Management démontre sa capacité à mettre en œuvre une politique d'allocation du capital vers des investissements créateurs de valeur ou lorsque la structure offre une meilleure liquidité que les actifs dans lesquels elle investit.

6.2.2. Quels sont les arguments pour ou contre l'application d'une décote de holding – conglomerat à Bolloré ?

Trois éléments peuvent être pris en considération pour considérer si une telle décote est justifiée pour Bolloré :

- La politique d'allocation du capital de Bolloré est menée de manière discrétionnaire par son actionnaire de contrôle. Dans ce cadre, il a effectué régulièrement des investissements significatifs qui ont pu paraître initialement risqués aux marchés financiers (Blue, chaînes TNT, investissements financiers).
- Mais, Bolloré a démontré sa capacité à mener une politique active de rotation de ses actifs génératrice d'importantes plus-values (maritime, chaînes TNT, titres Vallourec / Aegis...).

⁵⁹ C'est-à-dire que la valeur de marché est inférieure à la valeur intrinsèque.

- La structure capitalistique complexe de Bolloré est susceptible d'entraîner des frais (gestion des différentes divisions et frottements fiscaux liés à la circulation des flux dans les différentes holdings) et une liquidité des titres moindre que la taille de ses actifs ne le justifierait (flottant réduit par les boucles d'auto-détention).

6.2.3. Application au cas d'espèce

En conséquence des observations qui précèdent, nous estimons qu'il est justifié d'appliquer une décote conglomérat à la valeur obtenue. Une telle décote a été prise en compte selon deux modalités :

1/ Indirectement, en valorisant les titres Bolloré et Financière de l'Odéa sur la base de leur cours de bourse à la date d'annonce qui est inférieur à leur Actif Net Réévalué (ANR).

2/ Directement, en appliquant une décote sur la valorisation obtenue par la somme des parties (hors titres détenus dans Bolloré indirectement via les holdings faitières) fixée à 20% tenant compte des éléments suivants :

- Au niveau de la décote, on peut comparer Bolloré aux sociétés Eurazeo et Wendel car elles ont des participations, la plupart du temps, de contrôle dans des activités variées et elles mènent une politique active de gestion de leur portefeuille. Ainsi la décote de 23 à 29% constatée par rapport à leur ANR peut servir de référence.
- La capacité démontrée de Bolloré à arbitrer ses actifs pour créer de la valeur.
- Notre valorisation tient compte de manière explicite des coûts de gestion ce qui justifie une décote moindre.
- De ce fait une décote inférieure à celle des références citées, fixée à 20%, nous paraît légitime.

6.3 Valorisation des actifs opérationnels de Bolloré

6.3.1. Principes

Nous avons cherché à valoriser chacune des activités opérationnelles de Bolloré par une approche multicritères ce qui nous a conduit à considérer les références et méthodes suivantes :

- 1/ La référence au cours de bourse et l'objectif de cours des analystes lorsque l'actif est coté.
- 2/ La méthode des multiples boursiers ou transactionnels.
- 3/ La méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs ou Discounted Cash Flows (DCF).

La méthode des DCF a été mise en œuvre à partir du budget 2014 réalisé par les différentes divisions du Groupe, complété du plan d'affaires 2014-2017 (le « Plan d'affaires ») élaboré par le Management. Quand cela était nécessaire, nous avons étendu l'horizon de prévision explicite du plan d'affaires.

Les principales hypothèses retenues pour valoriser les activités du Groupe à partir de l'approche DCF sont les suivantes :

- Nous avons retenu les flux du second semestre 2014 dans la mesure où nous avons calculé la dette financière sur les données comptables au 30 juin 2014.
- Les flux ont été actualisés au 30 septembre 2014.
- Taux d'actualisation : un taux d'actualisation spécifique est estimé pour chaque activité du Groupe. A défaut d'une indication spécifique, la structure financière retenue est celle du Groupe Bolloré soit un ratio d'endettement de 14,9%⁶⁰.

Pour les activités opérationnelles les moins importantes de Bolloré nous avons retenu le taux d'actualisation moyen du Groupe, soit 10,0%, estimé à partir de la moyenne pondérée (par le résultat opérationnel 2013 de chaque activité) des taux d'actualisation des principales activités industrielles.

- Valeur terminale : la valeur terminale est estimée à partir de l'approche usuelle consistant à actualiser le flux terminal à l'infini en prenant en compte un taux de croissance à long terme. Un taux de croissance à l'infini spécifique est défini pour chaque activité industrielle de Bolloré.

⁶⁰ Dette financière nette/Capitalisation Boursière (source : Bloomberg).

- **Analyse de sensibilité :** une analyse de sensibilité de la valeur de l'actif en fonction du taux d'actualisation (+/- 0,25%) et du taux de croissance à l'infini (+/- 0,25%).

Une fourchette basse et fourchette haute de valorisation est définie pour chacune des activités du Groupe, fonction des différentes approches de valorisation retenues et de l'analyse de sensibilité mise en œuvre.

6.3.2. Bolloré Africa Logistics (« BAL »)

a) BAL comprend deux activités différenciées en termes d'intensité capitalistique et de marge

Bolloré est un des leaders de la logistique intégrée en Afrique et a réalisé, sur cette activité, un chiffre d'affaires de 2,5 Md€ en 2013.

Cette division recouvre deux principaux métiers avec des caractéristiques très différentes :

- **La logistique de transports et manutention** (commissions de transports) qui s'appuie principalement sur une flotte de plusieurs milliers d'engins et une offre complète d'entreposage. Cette activité se caractérise par une très faible intensité capitalistique et des marges opérationnelles limitées permettant d'obtenir une excellente rentabilité du capital investi.
- **La concession portuaire** (16 terminaux à conteneurs) **et ferroviaire** (3 concessions ferroviaires) se caractérise par une intensité capitalistique importante qui varie en fonction du projet et de son stade d'avancement ; en moyenne sur les sociétés comparables retenues (cf. §6.2.2.) le ratio « investissement sur chiffre d'affaires » s'élève ainsi entre 23% et 32% sur les trois derniers exercices. Avec 4 nouvelles concessions portuaires signées en 2013 les investissements prévisionnels de Bolloré AL à moyen terme vont augmenter.

Depuis 2011, BAL connaît une croissance annuelle moyenne de 10,1% entre autres portée par le dynamisme de l'activité de concession. En effet, sa bonne implantation (le groupe est présent dans 46 pays en Afrique) ainsi que ses partenariats d'envergure, permettent au Groupe Bolloré de concurrencer de grands groupes tels que ICTSI, Shanghai international Port, BM Terminals ou DP World

Les perspectives de développement de BAL sont soutenues par la croissance économique du continent africain et la prévisibilité des revenus de l'activité de

concession. Le Groupe prévoit, entre autres, la mise en place d'une boucle ferroviaire Cotonou/Niamey/Ouagadougou/Abidjan qui devrait s'étaler sur 8 ans et représenter d'importants investissements sur les prochaines années. Ce projet accompagne l'essor économique induit par l'exploitation des ressources agricoles et minières de la Côte d'Ivoire du Burkina Faso et du Bénin.

En termes de risque, il est important de relever que les deux métiers de BAL ont un volume d'activités qui est sensible à la conjoncture économique tandis que leur résultat opérationnel l'est moins, et qu'ils supportent un risque spécifique lié à la zone géographique d'exploitation.

b) Evaluation de Bolloré Africa Logistics

Nous avons mise en œuvre la méthode des flux de trésorerie actualisée pour valoriser les deux activités de BAL.

Cette approche permet en effet de prendre en compte (i) la montée en puissance de certaines concessions, (ii) le cycle d'investissements de différents projets de la division, (iii) les spécificités de Bolloré AL en termes de marge et d'exposition géographique.

Sur l'activité de concession, nous avons réalisé une évaluation du portefeuille détenu par le Groupe en extrapolant le Plan d'affaires jusqu'en 2030, date estimée de l'échéance moyenne des concessions en portefeuille. Les hypothèses retenues en termes de marge et de croissance sont cohérentes avec le Plan d'affaires du management et prennent en compte la montée en puissance de cette activité.

Nous avons retenu un taux d'actualisation de 10,8% intégrant un coefficient bêta désendetté de 0,9 et une prime de risque pays de 5,9%. Le coefficient bêta a été estimé à partir de la médiane des bêtas désendettés d'un échantillon de 5 sociétés internationales du marché des concessions de transports (Hamburger Hafen Und Logistik, DP World, ICTSI, Hutchinson Port Holding Tr-U, Eurokai). La prime de risque pays prend en compte le risque géographique de l'activité qui se matérialise par des risques de guerres civiles, d'épidémie ou de conflits politiques dans plusieurs zones d'exploitation. Cette prime de risque correspond à la moyenne pondérée par les PIB des primes de risque pays du continent Africain (source : Damodaran).

Pour tenir compte des possibilités de renouvellement des concessions existantes ou du gain de nouvelles concessions, nous avons modélisé la valeur créée en investissant annuellement un montant donné procurant un taux de rendement supérieur au coût du capital.

Sur l'activité de logistique, nous avons retenu le Plan d'affaires du management et estimé la valeur terminale en retenant un taux de croissance à l'infini de 3% et un taux d'actualisation de 12,1%.

Le taux de croissance à l'infini de 3% prend en compte le potentiel de croissance du continent africain. Le taux d'actualisation de 12,1% intègre (i) un bêta de 1 estimé à partir d'un échantillon de 3 sociétés comparables sur le marché de la logistique de transport (DSV, Panalpina et Khuene & Nagel), (ii) la prime de risque pays de 5,9% et (iii) une structure financière composée à 100% de fonds propres, cohérente avec les pratiques du secteur (cf. 6.2.2.).

Nous avons également analysé, pour les deux métiers de BAL, les multiples des échantillons des sociétés comparables cotées et avons constaté que :

- Ces sociétés présentaient une exposition géographique différente de celle de BAL.
- Ces sociétés avaient des profils des croissances et de marges qui n'étaient pas comparables à ceux de BAL.

L'approche par les multiples de sociétés cotées comparables n'a donc pas été retenue pour valoriser Bolloré Africa Logistics. Les mêmes constats nous conduisent également à écarter l'approche par les transactions comparables.

6.3.3. Bolloré Logistics (« BLX »)

a) Les commissions de transport et logistique : une activité sensible à la conjoncture économique et au développement des échanges générant des flux de trésorerie importants

Le Groupe joue un rôle majeur sur le marché de la commission de transport et la logistique à l'international. Il s'agit de transport pour le compte de clients et en moyens propres en logistique internationale et fret en Europe, en Asie et en Amérique. BLX offre des services à ses clients sur toute la chaîne logistique. La division a réalisé un chiffre d'affaires de l'ordre de 3 Md€ en 2013.

Comme nous l'avons indiqué précédemment, cette activité est fortement corrélée au développement de l'économie et au dynamisme des échanges internationaux et bénéficie d'une faible intensité capitalistique qui lui permet de générer des flux de trésorerie importants.

b) Evaluation de Bolloré Logistics

Nous avons mise en œuvre l'approche DCF et l'approche des multiples des sociétés comparables cotées pour valoriser l'activité Logistique Internationale du Groupe Bolloré.

Concernant l'approche DCF, nous avons retenu le Plan d'affaires du management et estimé la valeur terminale en tenant compte d'un taux de croissance à l'infini de 2% et un taux d'actualisation de 7,3%.

Le taux d'actualisation est calculé en tenant compte d'un bêta de 1, cohérent avec notre estimation de sa sensibilité au niveau de l'activité économique pondérée par le caractère contra-cyclique de son levier opérationnel, et une prime de risque pays de 1% reflet de son exposition à certaines zones géographiques. Compte tenu de la faible intensité capitalistique de l'endettement très limité des sociétés du secteur, nous avons retenu un taux d'actualisation égal à notre estimation du taux sur fonds propres.

Le flux terminal est estimé en retenant (i) un taux de croissance à l'infini (2%) cohérent avec les anticipations à long terme du taux d'inflation mondial réalisées par le FMI et (ii) des hypothèses en termes de marge opérationnelle et d'investissements équivalentes à celles définies dans le Plan d'affaires.

Concernant l'approche par les multiples des sociétés comparables cotées, nous avons identifié 3 sociétés cotées (DSV, Panalpina, et Kuehne & Nagel) qui exerçaient leur activité dans les commissions de transport et logistique présentant des profils comparables à l'activité BLX en termes d'exposition géographique, de croissance et de marge.

Nous avons retenu le multiple d'EBITDA 2016, qui ressort à 9,6, afin de ne pas prendre en compte l'impact de la restructuration en cours de Panalpina sur ses performances actuelles.

Notre approche multicritère extériorise une valeur de la division transport et logistique⁶¹ (Bolloré Africa Logistics et Bolloré Logistique Internationale) comprise entre 5.698 M€ et 6.546 M€.

⁶¹ Nous avons calculé de manière séparée la valeur de chacune des activités mais présentons le résultat de nos travaux conformément à la politique de communication de Bolloré.

6.3.4. Communication, Média et Télécoms

a) Havas

La présentation de l'activité et des différentes approches mises en œuvre pour apprécier la valeur de l'action Havas est détaillée à la section III et IV. Par cohérence, nous avons retenu dans la mise en œuvre de la méthode de la somme des parties la valeur intrinsèque de Havas définie par les méthodes des DCF.

b) Presse Gratuite

Bolloré est propriétaire du quotidien gratuit Direct Matin. Les revenus sur cette activité correspondent aux recettes publicitaires. Le Groupe prévoit une stabilité de ses pertes à horizon de son plan d'affaires.

Direct Matin a été valorisé à partir d'une approche DCF et d'une approche par les multiples des sociétés comparables cotées/transactions comparables :

- **L'approche par les DCF** : nous avons retenu le Plan d'affaires de Direct Matin en prenant en compte le taux d'actualisation moyen de Bolloré (10,0%) et une valeur terminale estimée sur la base du multiple de chiffre d'affaires moyen estimé dans l'approche par les multiples.
- **L'approche par les multiples** : nous avons retenu un multiple cohérent avec la moyenne des multiples constatés dans le cadre de la transaction TF1/Métro et lors des valorisations de 20 Minutes réalisées par les brokers de la société Schibsted.

c) CSA

Bolloré détient une participation de 100% dans CSA, l'institut de sondages d'opinions et d'études de marché.

CSA a été valorisé à partir d'une approche DCF et d'une approche par les multiples de la société Ipsos :

- **L'approche par les DCF** : nous avons retenu le Plan d'affaires de CSA en prenant en compte le taux d'actualisation moyen de Bolloré (10,0%) et une valeur terminale estimée sur la base du multiple de CA 2016 d'Ipsos (0,86x) après prise en compte d'une décote de 50%, qui reflète les différentiels de taille et de marge entre les deux sociétés.

- **L'approche par les multiples** : nous avons retenu le multiple d'EBITDA 2015 d'Ipsos (7,1x).

d) Autres actifs Médias

Les Autres actifs médias concernent une activité de presse sur internet. Les autres médias ont été valorisés à partir d'une approche DCF intégrant le taux d'actualisation moyen du Groupe (10,0%) et un taux de croissance à l'infini nul.

e) Télécoms

Wifirst

Le Groupe détient une participation de 54,92% dans la société Wifirst qui est un opérateur d'accès à internet qui équipe des résidences (étudiantes, hôtellerie, santé ...).

La Société a multiplié par 1,8 son chiffre d'affaires entre 2011 et 2014 et prévoit une croissance moyenne annuelle de 16% entre 2014 et 2017. La marge opérationnelle de l'activité risque de subir à terme la pression concurrentielle sur les tarifs.

Wifirst a été valorisée à partir d'une approche DCF intégrant le taux d'actualisation moyen du Groupe (10,0%) et un taux de croissance à l'infini de 1%.

Les licences WiMax

Les licences WiMax ont été valorisées en retenant deux approches :

- Fourchette haute : leur valeur nette comptable de ces licences dans les comptes du Groupe Bolloré au 30/06/2014.
- Fourchette haute : la référence à la valeur nette comptable des licences WiMax dans les comptes d'Iliad (maison mère de Free) au 30/06/2014 qui ont fait l'objet d'une dépréciation pour les ramener à leur valeur économique, sachant qu'Iliad est un opérateur susceptible d'avoir une utilisation immédiate de ses licences compte tenu de ses activités dans le fixe et le mobile.

f) Synthèse

Notre approche extériorise une valeur de la division Communication et Médias et Télécoms comprise entre 983 M€ et 1.181 M€.

6.3.5. Stockage d'électricité et solutions

a) Blue Solutions et applications Blue (hors IER, films plastiques et Polyconseil)

Le périmètre d'activité « Blue » est composé des principales activités suivantes : la production de batteries électriques métal polymère par Blue Solutions, la construction de véhicules électriques par Bluecar et les activités d'auto-partage avec des sociétés comme Autolib'.

Le schéma ci-dessous présente les principaux flux d'activités dans le périmètre « Blue » (cette vision est simplificatrice et ne présente notamment pas le rôle d'entités comme IER ou Polyconseil).



Cet ensemble d'activités a la particularité d'être en phase de démarrage, et par conséquent, l'incertitude autour de son développement est très importante.

Cette incertitude est toutefois plus réduite pour Blue Solutions, entité introduite en bourse au premier marché de NYSE-Euronext Paris depuis le 30 octobre 2013 (prix d'introduction de 14,50€). En effet, cette entité en charge de la production de batteries électriques bénéficie d'un contrat avec Bluecar, par lequel un volume minimum de batteries et un prix contractuel sont fixés jusqu'en 2022, ce qui lui assure une bonne visibilité sur ses ventes jusqu'à cette date, et ce qui devrait lui permettre d'enregistrer un EBITDA positif dès 2014.

Blue Solutions est détenue à 71% par Bolloré, 18% par Bolloré Participations et dispose donc d'un flottant limité (11%). Dans des volumes très limités par rapport à son capital, le cours de bourse de Blue Solutions a varié entre 14,50€ et 38,99€ depuis l'introduction

en bourse. Cette forte volatilité du cours de bourse reflète la forte incertitude sur l'activité « Blue » en général, d'autant plus que Blue Solutions est davantage sécurisée par son contrat avec Bluecar que ne le sont d'autres entités de l'univers « Blue ».

Blue Solutions est suivie par ailleurs par trois analystes : la moyenne des objectifs de cours est de 20€ (objectifs de cours compris entre 18€ et 21€).

De manière générale, Blue Solutions, BlueCar et les sociétés d'auto-partage sont particulièrement difficiles à valoriser, car :

- il n'y a pas de sociétés comparables (impossibilité de mettre en œuvre une approche analogique) ;
- l'établissement de prévisions est difficile car il s'agit d'un marché embryonnaire dont il est difficile d'anticiper la taille à terme ainsi que la part de marché de chacune des technologies en concurrence.

Nous avons mis en œuvre une analyse par l'actualisation des flux de trésorerie, qui présente l'avantage d'établir des scénarios qui semblent raisonnables à la date d'évaluation, fondées sur des hypothèses structurantes (date et conditions d'externalisation de la production de voitures, possibilité de contracter des licences de production de batteries et impact sur le résultat de ces contrats de licence éventuels, possibilité de conclure de nouvelles concessions d'auto-partage avec des conditions favorables) et qui présentent une cohérence d'ensemble entre les différentes entités « Blue ». Nos scénarios ne sont ni fondés sur un abandon de la technologie, ni sur un large succès avec des applications multiples non encore exploitées. Ces scénarios pourraient toutefois s'avérer, avec le temps, très éloignés de la réalité du développement de l'activité.

Ces valorisations se fondent sur un taux d'actualisation de 8,8%, sur la base d'un bêta estimé à 1,5 à partir d'une approche analytique du risque systématique de l'activité. En effet, en dehors du caractère incertain du développement de l'activité, en partie captés par la mise en œuvre de scénarios, l'activité de Blue dépend de la conjoncture économique (l'acquisition de nouveaux véhicules et/ou la mise en œuvre de nouveaux services par les collectivités dépend de la conjoncture) avec un levier opérationnel limité (structure fortement capitalistique). Dans les scénarios envisagés, l'exposition à des pays où des risques spécifiques seraient importants est limitée, si bien qu'aucune prime de risque pays n'a été retenue.

A cette fourchette de valorisation correspond une valeur de l'action Blue Solutions comprise entre 17€ et 39€, cohérente avec les niveaux de cours de bourse et les objectifs de cours des analystes.

b) IER

IER occupe une position de leader dans les terminaux et systèmes de contrôle d'accès et d'identification pour les transports. Ses principaux produits sont les bornes d'auto partage et systèmes de suivi des véhicules, les bornes et systèmes d'impression (aéroports, gares...), les étiquettes de RFID et les contrôles d'accès piétons et voitures (barrière d'autoroute, péage, douanes).

La société qui connaît un certain ralentissement de son activité depuis 2011 prévoit un retour de la croissance avec le développement de l'activité des bornes pour l'auto-partage (Indianapolis, Londres).

Nous avons mis en œuvre l'approche DCF pour valoriser IER avec un taux d'actualisation de 6,4% et un flux terminal cohérent avec les hypothèses de marge opérationnelle et de croissance historiques et prévisionnelles.

Le taux d'actualisation de 6,4% intègre une prime de risque géographique estimé à 1% (la société est présente à l'international) un coefficient bêta désendetté de 1 estimé à partir d'une approche analytique du risque systématique de l'activité. En effet, IER exerce une activité dont le dynamisme dépend directement de la conjoncture économique (transports de personnes, biens de grande consommation...) avec un levier opérationnel important (effet ciseau lié à sa structure de coûts). Ces deux facteurs nous conduisent à considérer que le bêta d'IER devrait être légèrement proche de celui du marché. Ce niveau de bêta est cohérent avec la moyenne des bêtas désendettés des sociétés du secteur estimée à 0,8.

Nous avons également identifié certaines sociétés comparables cotées (Kaba Holding, Datalogic et Gunnebo) et transactions comparables sur le secteur, pour lesquels nous avons constaté que les profils de croissances et de marges n'étaient pas comparables à ceux d'IER. Ces approches n'ont donc pas été retenues pour valoriser IER.

IER dispose de reports déficitaires d'un montant de 53 M€ au 31 décembre 2013. Nous avons intégré la valeur actuelle de ces déficits reportables dans la valorisation de l'activité IER.

c) Films plastiques

Le Groupe fabrique des films polypropylènes pour condensateurs (composants électriques utilisés dans les batteries électriques) et emballages.

Cette activité est en perte sur les trois derniers exercices et prévoit d'atteindre l'équilibre à horizon du Plan d'affaires.

Nous avons mis en œuvre l'approche DCF pour valoriser Films plastiques avec un taux d'actualisation de 6,4% et un flux terminal estimé à partir d'un multiple de sortie égal à la moyenne des multiples d'EBITDA constatés sur notre échantillon de sociétés comparables en 2016 (8,2x).

Nous avons également identifié certaines sociétés comparables cotées (Bemis Company, Sealed Air Corp et Intertape Polymer Group) et transactions comparables sur le secteur, pour lesquels nous avons constaté que les profils de croissance et de marge n'étaient pas comparables à ceux de Films plastiques. Ces approches n'ont donc pas été retenues pour valoriser l'activité.

d) Polyconseil

Polyconseil est un cabinet spécialisé dans les systèmes d'information et de technologie. Elle développe entre autres des systèmes informatiques pour l'Autolib' et réalise une part limitée de son chiffre d'affaires à l'extérieur du Groupe Bolloré.

La société réalisant la majeure partie de ses revenus au sein des activités Blue, nous avons valorisé Polyconseil sur la base d'une approche DCF en retenant le taux d'actualisation des activités Blue et un flux terminal cohérent avec les hypothèses retenues dans le Plan d'affaires.

Nous n'avons identifié ni sociétés cotées ni transactions comparables à l'activité de Polyconseil.

e) Synthèse

Notre approche extériorise une valeur de la division Stockage d'électricité et solutions comprise entre -210 M€ et 345 M€⁶².

6.3.6. Autres activités et Holding

a) Evaluation de la division Energie

Nous avons mis en œuvre l'approche DCF pour valoriser la division Energie du Groupe Bolloré.

Nous avons retenu le Plan d'affaires d'Energie du management et estimé un flux normatif à partir d'hypothèses cohérentes avec les perspectives de l'activité à l'horizon de son plan, en termes de croissance à l'infini (0%) de marge opérationnelle (1,2%) et d'investissements.

Nous avons retenu un taux d'actualisation de 6,0% intégrant un coefficient bêta désendetté de 0,8 et une prime de risque pays de 0,6%. Le Coefficient bêta a été estimé à partir (i) de la moyenne des bêtas désendettés d'un échantillon de 3 sociétés actives sur le marché de la distribution de produits pétroliers (DCC, Rubis et Parkland Fuel) et (ii) d'une approche analytique du risque systématique de l'activité. En effet, nous rappelons que l'activité d'Energie est peu sensible à la conjoncture économique mais est influencée par les aléas climatiques. Ces deux approches nous conduisent à considérer que le bêta de l'activité Energie devrait être légèrement inférieur à celui du marché.

En l'absence de présentation des résultats historiques et prévisionnels de l'activité Energie par métier, nous n'avons pas été en mesure de mettre en œuvre l'approche par les multiples de transactions ou de sociétés comparables cotées.

b) Fermes et domaine viticoles

Le groupe Bolloré est propriétaire de domaines viticoles dans le sud de la France et de fermes américaines :

⁶² Comme indiqué précédemment les deux bornes de cette fourchette dépendent du niveau de marge retenu à long terme et du nombre d'années considéré comme nécessaire pour amener l'activité BLUECAR à l'équilibre.

- les domaines viticoles ont été valorisés à la valeur nette comptable au 30/06/2014 ;
- Les fermes américaines ont été valorisées à partir de la dernière valorisation réalisée par le Groupe (2010).

c) Holding

Les coûts centraux sont regroupés dans la division Holding de Bolloré.

La division Holding a été valorisée à partir d'une approche DCF en retenant le taux d'actualisation moyen du Groupe (10%) et un taux de croissance à l'infini de 2,0%.

Notre approche extériorise une valeur de la division Autres activités et Holding comprise entre -224 M€ et -136 M€.

6.4 Participations financières cotées hors Groupe

Le Groupe Bolloré détient au 25 septembre 2014 un portefeuille de participations minoritaires dans 14 sociétés cotées dont les principales sont :

- Vivendi (5,0%), groupe français spécialisé dans la télécommunication, la télévision et le divertissement ;
- Mediobanca (7,5%), grande banque d'investissements italienne ;
- Socfin (38,7%) et Socfinasia (21,7%) sociétés exploitant de plantations tropicales de palmiers à huile et d'hévéas situées en Afrique et en Asie ;
- Vallourec (1,6%), fabricant de tubes en acier sans soudures et de solutions tubulaires ;
- Generali (0,13%), compagnie d'assurances italienne ;
- Bigben Interactive (21,4%), société spécialisée dans la distribution d'accessoires pour consoles de jeux vidéo et de jeux vidéo ;
- Gaumont (9,6%), société française de production, de distribution et d'exploitation cinématographique.

Nous avons valorisé les participations financières cotées hors Groupe à partir de leur cours de bourse spot et du cours moyen pondéré par les volumes sur 30 jours.

Notre approche extériorise une valeur des Participations financières cotées comprises entre 2.029 M€ et 2.058 M€.

6.5 Boucles d'auto-détention

Les titres Bolloré détenus indirectement via les holdings « Rivaud » (2.264.100) ont été valorisés sur la base du cours de bourse dans la mesure où ils peuvent être cédés sur le marché, et où la société peut les utiliser comme monnaie d'échange pour réaliser des opérations (cf. Offre en cours)

Les titres Bolloré détenus indirectement via les holdings faïtières (15.410.975) ont été valorisés selon deux approches (cf. § 6.2.) :

- soit sur la base du cours de l'action Financière de l'Odé le jour de l'annonce de l'opération ;

Le cours de l'action Financière de l'Odé présentant une décote par rapport à son ANR à la Date d'annonce de l'opération, cette approche conduit à prendre en compte de manière implicite une décote de holding / conglomérat.

- soit (1) les titres ont été exclus de la somme des parties⁶³, (2) une décote de conglomérat de 20% est appliquée de manière explicite à l'actif net réévalué obtenu par la somme des parties, et (3) la valeur par titre a été obtenue en retenant un nombre de titres Bolloré (12.097.773) correspondant au nombre total de titres formant le capital (27.508.748) moins les titres détenus indirectement via les holdings faïtières (15.410.975).

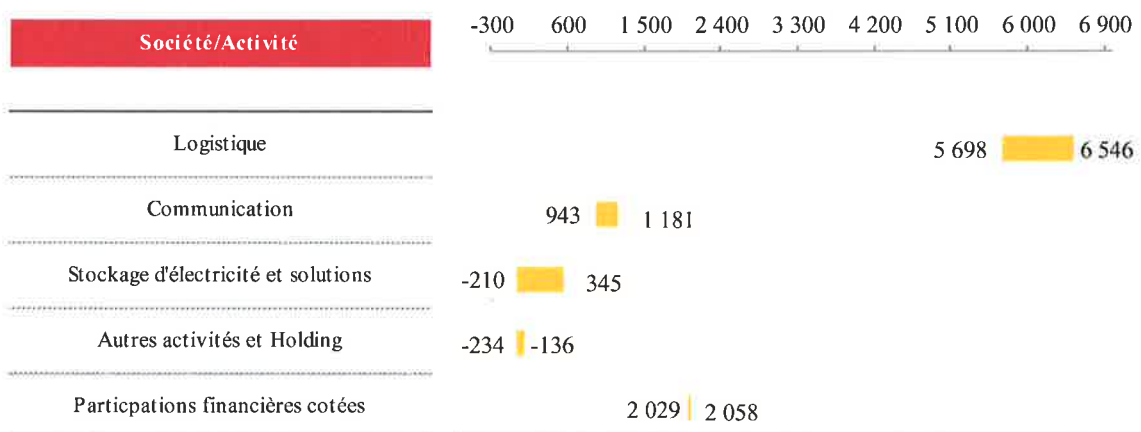
6.6 Résultats de la méthode

En synthèse, nous avons valorisé les actifs opérationnels de Bolloré en utilisant les références et méthodes rappelées dans le tableau ci-dessous :

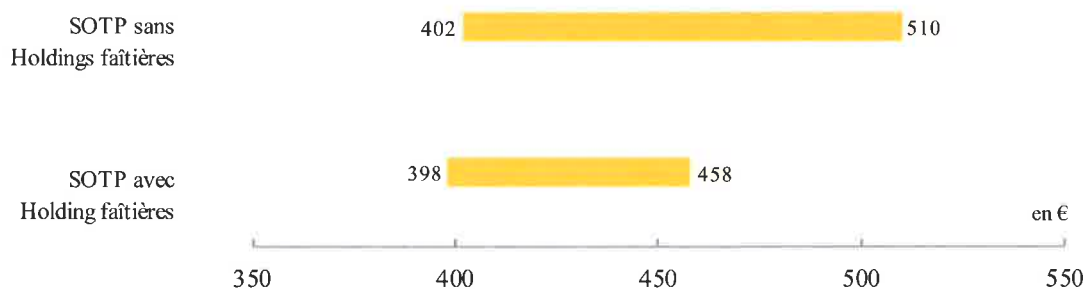
⁶³ La valeur des titres des holdings faïtières n'est pas retenue. Par contre, nous tenons compte de la quote-part de Bolloré dans les autres actifs et passifs de ces holdings hors titres du Groupe qu'elles détiennent.

Société/Activité	DCF	Multiples de sociétés cotées comparables	Multiples de transactions comparables	VNC	Cours de bourse	Autres méthodes
Logistique	x	x				
Communication	x	x				x
Stockage d'électricité et solutions	x					
Autres activités et Holding	x			x		x
Participations financières cotées					x	

Les fourchettes de valorisation de chacune des activités opérationnelles et du portefeuille de participations (en M€) sont rappelées dans le tableau ci-dessous :

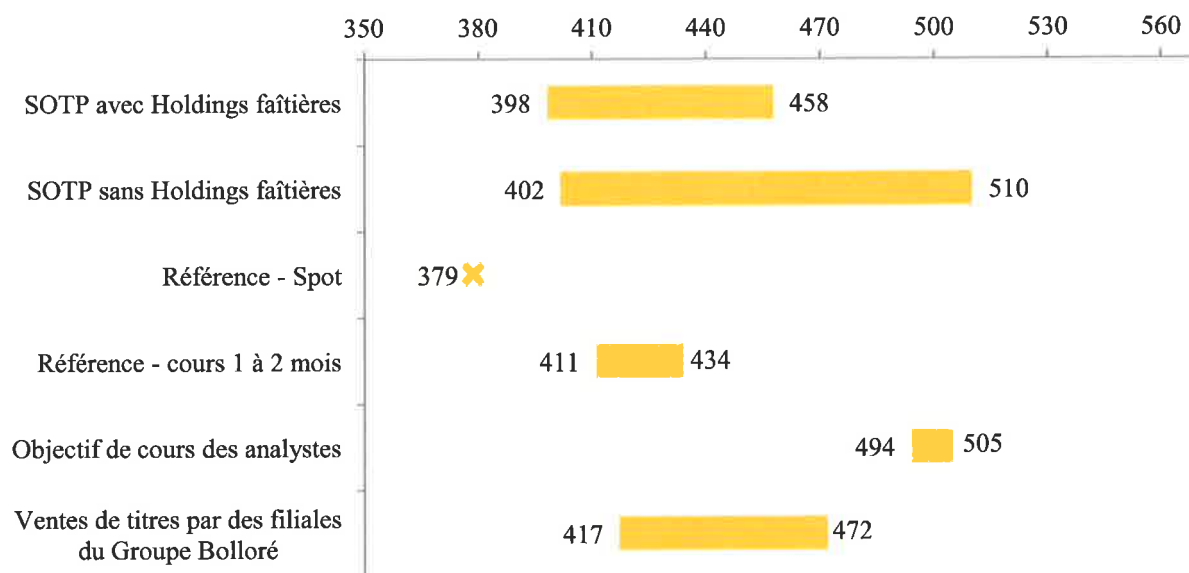


La méthode de la somme de parties aboutit à une valeur du titre Bolloré comprise entre 398 € et 510 € :



7. Synthèse des travaux

Le tableau suivant synthétise les résultats de nos travaux concernant la valorisation du titre Bolloré (en €) :



VII. ANALYSE DES TRAVAUX REALISES PAR LES ETABLISSEMENTS PRESENTATEURS ET LE CONSEIL FINANCIER

BNP Paribas, Crédit Agricole Corporate and Investment Banking, agissant en tant qu'établissements présentateurs, garant et conseil financier, Mediobanca Banca di Credito Finanziario, agissant en tant qu'établissement présentateur et conseil financier, et Barber Hauler Capital Advisers, agissant en tant que conseil financier (conjointement « les Banques conseils »), ont préparé les éléments d'appréciation des parités d'échange figurant à la section 3 du projet de note d'information.

Nous commentons ci-dessous nos principaux écarts qui portent trouvent leur origine respectivement dans l'évaluation d'Havas (1.) et l'évaluation de Bolloré (2.).

1. Evaluation des actions et des BSAAR Havas

1.1 Evaluation des actions Havas

La comparaison des résultats des travaux des Banques conseils et de nos travaux concernant l'action Havas est présentée dans le tableau ci-dessous :

	Banques conseils			Sorgem Evaluation		
	Min	Max	Moyenne	Min	Max	Moyenne
Références						
Cours de Bourse (1)	5,71	5,98		5,71	6,03	
Objectifs de cours des analystes	6,00	7,50	6,84	6,00	7,50	6,82
Achats de titres Havas par Bolloré				5,74	6,28	5,94
Méthode d'évaluation						
Méthode DCF	6,49	7,08	6,78	6,38	7,44	6,91
Comparables boursiers	5,51	5,73	5,62	5,89	6,17	6,03

(1) cours spot et cours moyens pondéré par les volumes (1 mois à 2 mois).

Concernant la valorisation des actions Havas, les Banques conseils ont retenu des références de valorisation et mis en œuvre des méthodes d'évaluation identiques aux nôtres. Nous avons inclus également la référence aux achats effectués récemment par Bolloré sur les titres Havas.

Nous commentons ci-dessous nos principaux écarts qui portent sur le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres (1.1.1.), la mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers (1.1.2.) et la méthode des DCF (1.1.3.).

1.1.1. Commentaires sur le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres

Les Banques conseils ont considéré le siège social de Puteaux comme un actif d'exploitation. De notre côté, nous avons considéré qu'il s'agissait d'un actif qui devait être évalué séparément. Cet élément représente la majeure partie⁶⁴ de l'écart sur le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres entre les Banques conseils et nous.

Concernant la valeur des économies d'impôts résultant des déficits reportables, les Banques conseils ont retenu l'hypothèse que l'utilisation des reports déficitaires d'Havas serait limitée à dix ans. Pour notre part, nous avons retenu l'hypothèse qu'il n'y avait pas de limite temporelle à l'utilisation des déficits reportables : notre valorisation des crédits d'impôts est donc supérieure à celle des Banques conseils.

Par ailleurs, les Banques conseils ont considéré différemment de nous certains éléments du bilan, pour des montants moins significatifs que les ajustements précédents. Certains passifs (provisions, passif relatif au litige avec l'Etat français sur le précompte mobilier) ont ainsi été retenus par les Banques conseils comme des éléments du besoin en fonds de roulement alors que nous les avons considérés comme des éléments de dette, et vice versa.

Enfin, nous avons pris en compte les titres financiers émis par Havas et potentiellement dilutifs en estimant leur valeur de marché au 30 juin 2014 (nous avons donc retranché la valeur de ces instruments de la valeur d'entreprise et nous n'avons donc pas ajusté le nombre d'actions Havas), alors que les Banque conseils n'ont pas ajusté la Valeur d'Entreprise mais ont ajusté le nombre d'actions Havas.

⁶⁴ La valeur du siège social correspond à 71% de l'écart entre nous et les Banquiers conseils concernant le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres.

1.1.2. Commentaires sur la mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers

Nous avons retenu le même échantillon de sociétés cotées comparables et les mêmes multiples boursiers (multiples d'EBITDA et multiples d'EBIT) que les Banques conseils.

La différence de résultat s'explique principalement par le fait que nous avons retenu les multiples des agrégats financiers des exercices 2014 et 2015, là où ils ont fondé leurs conclusions sur les multiples des exercices 2015 et 2016.

1.1.3. Commentaires sur la mise en œuvre de la méthode des DCF

Contrairement aux Banques conseils, nous n'avons pas extrapolé le Plan d'affaires sur trois ans supplémentaires au-delà de 2018, considérant que les prévisions faisaient déjà ressortir une société arrivée à un stade de relative maturité en 2018.

Concernant le taux d'actualisation, nous avons retenu un taux très légèrement inférieur (bien que les paramètres retenus pour l'estimer soient différents).

Concernant le taux de croissance à l'infini, nous avons retenu un taux central de 1,5% alors que les Banques conseils ont retenu 2,0%.

Malgré les différences relevées, les résultats obtenus par les Banques conseils sont proches des valeurs auxquels conduisent nos travaux.

1.2 Commentaires sur l'évaluation des BSAAR

Comme les Banques conseils, nos analyses font ressortir une valeur des BSAAR quasiment égale à leur valeur intrinsèque. Par conséquent, nous ne commenterons pas les différences méthodologiques et de détermination des paramètres de valorisation qui conduisent à des différences négligeables en termes de valorisation.

2. Analyse des travaux sur Bolloré

La comparaison des résultats des travaux des Banques conseil et de nos travaux concernant l'action Bolloré est présentée dans le tableau ci-dessous :

	Banques conseils		Sorgem Evaluation	
	Min	Max	Min	Max
Références				
Cours de bourse (1)	379	440	379	434
Objectifs de cours des analystes	486	494	494	505
Ventes de titres par des sociétés du Groupe Bolloré			417	472
Méthode d'évaluation				
Somme des parties	395	485	403	518

(1) cours spot et cours moyens pondéré par les volumes, sur un historique de 1 mois et 60 jours

Les Banques conseils ont retenu des références de valorisation **et mis en œuvre des méthodes d'évaluation identiques aux nôtres**. A la différence d'eux, nous avons retenu la référence aux ventes de titres Bolloré réalisées par des sociétés du Groupe sur les douze derniers mois.

Nous commentons ci-dessous nos principaux écarts qui portent sur la mise en œuvre de la méthode de la somme des parties et plus spécifiquement sur le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres (2.1.), la prise en compte des boucles d'auto-détention (2.2.), la valorisation des actifs opérationnels (2.3.) et la valorisation du portefeuille de participations financières (2.4.).

2.1 Les éléments d'ajustement de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres

Nous n'avons considéré parmi les provisions que les provisions pour avantages au personnel net des impôts différés dans les éléments d'ajustement de la valeur d'entreprise à la valeur des actions.

Nous avons ajouté les créances détenus par Bolloré sur l'Etat au titre du CICE et du CIR au 30 juin 2014 parmi les éléments d'ajustement contrairement aux Banques conseils qui n'ont pas retenu cet item.

Enfin, nous avons calculé la valeur des intérêts minoritaires dans les holdings « Rivaud » sur la base de leur actif net réévalué alors que les Banques conseils ont retenu leur cours de bourse.

2.2 La prise en compte des boucles d'auto-détention

Les Banques conseils ont retenu les actions Bolloré détenues indirectement au travers des holdings faîtières sur la base du cours des actions de la Financière de l'Odet.

En plus de cette méthode que nous avons également retenu, nous avons mis en œuvre une méthode alternative consistant (i) à ne pas retenir la valeur des participations dans les holdings faîtières dans la somme des parties, (ii) à appliquer explicitement une décote de conglomérat de 20% sur la valeur obtenue par la somme des parties, et (iii) à diviser cette valeur par le nombre de titres hors actions Bolloré détenus indirectement par les holdings faîtières. Notre approche revient à retenir une décote normative de conglomérat à la place de la décote de marché.

2.3 La valorisation des actifs opérationnels

Les principaux écarts constatés entre notre valorisation des différents actifs de Bolloré concernent les activités Bolloré Africa Logistics, Bolloré Logistics, le pôle solution de stockage d'électricité et Bolloré Energie.

2.3.1. Bolloré Africa Logistics

Nous avons mis en œuvre la méthode DCF comme les Banques conseils pour valoriser cette activité.

Contrairement à eux, au lieu de valoriser l'activité dans sa globalité⁶⁵, nous avons mis en œuvre une approche spécifique pour chacune des activités (d'un côté les concessions portuaires et ferroviaires et de l'autre les activités de logistique intégrée).

Ainsi, nous avons retenu un taux d'actualisation de 10,8% pour l'activité concession et de 12,1% pour la logistique, alors qu'ils ont retenu un taux global de 12,2%.

Ensuite, les Banques conseils ont extrapolé le Plan d'affaires jusqu'en 2025 et retenu deux scénarios pour estimer la valeur terminale, (i) à partir d'un taux de croissance à l'infini de 3% (fourchette moyenne), (ii) à partir d'un multiple de sortie de 6,1x l'EBITDA (fourchette haute).

⁶⁵ En retenant des hypothèses de prolongation du Plan d'affaires spécifique aux différents segments.

Tel que précisé ci-avant, nous avons distingué les deux activités de la Logistique Afrique :

- pour l'activité concession nous avons extrapolé le Plan d'affaires jusqu'à l'échéance moyenne estimée des concessions, et pris en compte la valeur créée par l'éventuel renouvellement de concessions ou le gain de nouvelles concessions sur la base d'un calcul tenant compte d'une enveloppe annuelle d'investissement, un taux de rendement des capitaux investis et le coût du capital anticipé ;
- pour l'activité logistique intégrée, nous avons retenu le Plan d'affaires et pris en compte une valeur terminale estimée à partir d'un taux de croissance à l'infini de 3%.

2.3.2. *Bolloré Logistics*

Nous avons retenu les mêmes approches que les Banques conseils pour valoriser l'activité Logistique Internationale : la méthode DCF et les multiples des sociétés cotées comparables.

Deux points principaux expliquent nos différences dans la mise en œuvre de **la méthode des DCF**.

Nous avons tout d'abord retenu un taux d'actualisation de 7,3% alors qu'eux ont retenu un taux de 9,6%. La différence entre ces deux taux s'explique par le niveau de la prime de risque du marché et du bêta retenus.

Nous avons ensuite estimé le flux terminal en retenant un taux de croissance à l'infini de 2% alors que les Banques conseils ont retenu un multiple de sortie VE/EBITDA de 10,8x (moyennes des multiples de valorisation des sociétés comparables).

2.3.3. *Le pôle solution de stockage d'électricité*

Nous avons mis en œuvre une méthode DCF fondée sur des scénarios d'évolution de l'activité qui nous semblent raisonnables à la date d'évaluation. Cette méthode a également été mise en œuvre par les Banques conseils.

Davantage que les paramètres d'évaluation tels que le taux d'actualisation et le taux de croissance à l'infini, ce sont les scénarios d'évolution de l'activité retenus qui expliquent les différences de valeurs obtenues. En effet, celles-ci sont davantage sensibles aux hypothèses concernant l'externalisation de la production de véhicules ou les conditions d'un accord de licence concernant la production de batteries. Nous avons établi des scénarios liés entre les activités (par exemple une limitation des marges de

Blue Solutions allant de pair avec une externalisation de la production de véhicules plus rapide), qui ont tendance à restreindre la fourchette de valorisation par rapport à une approche où chaque entité serait valorisée séparément.

Contrairement aux Banques conseils, nous n'avons pas retenu d'approches par les multiples de comparables boursiers, estimant que l'activité était atypique et qu'on ne pouvait par conséquent identifier des sociétés comparables cotées avec des dynamiques de croissance et un degré d'incertitude similaires.

Au final, nous aboutissons à des résultats proches de ceux des Banques conseils et retenons comme eux que la valeur de l'ensemble d'activités « Blue » n'impacte que faiblement la valeur de Bolloré.

2.3.4. Bolloré Energie

Nous avons retenu la même approche principale que les Banques conseils pour valoriser l'activité Energie : l'approche DCF.

La principale différence de mise en œuvre concerne le taux d'actualisation. Nous avons retenu un taux de 6% contre 7,6%. La différence entre ces deux taux s'explique par le niveau de la prime de risque de marché et du bêta.

Les Banques conseils ont présenté, à titre illustratif, la méthode des multiples de sociétés comparables cotées, que nous n'avons pas retenue étant donné les spécificités de l'activité Energie en termes d'activité et de performances.

2.4 Le portefeuille de participations financières

Contrairement aux Banques conseil, nous n'avons pas valorisé le portefeuille de participations financières sur la base des objectifs de cours des analystes. Nous avons seulement retenus les cours de bourse.

Malgré les différences relevées, les résultats obtenus par les Banque conseils sont proches des valeurs auxquels conduisent nos travaux pour la valorisation du titre Bolloré.

VIII. SYNTHÈSE DE NOS TRAVAUX ET ATTESTATION SUR LE CARACTÈRE ÉQUITABLE DE L'OFFRE

Nous avons été désignés par le conseil d'administration de Havas conformément à l'article 261-1 I du règlement général de l'AMF au titre du risque de conflit d'intérêts au sein du conseil d'administration de la Société et plus spécifiquement au titre de l'alinéa 5° qui vise le cas où l'offre vise plusieurs catégories d'instruments financiers.

1. Parité offerte pour les actions Havas

Avant division du nominal de l'action Bolloré par 100, la parité offerte est de 9 actions Bolloré pour 500 actions Havas (ou 1 actions Bolloré pour 55,56 actions Havas).

Le tableau suivant synthétise nos travaux d'évaluation sur Havas et Bolloré et les analyses de parité que l'on peut en tirer.

Méthodes											Prime	
	60	63	66	69	72	75	78	81	84		min	max
Cours de bourse spot			66,3								19%	
Cours de bourse - 1 à 2 mois				69,8		72,0					26%	30%
Objectif de cours des analystes					72,1		72,3				30%	30%
Achat de titres Havas par Bolloré	61,1								72,7		10%	31%
Méthodes intrinsèques (SOTP pour Bolloré et DCF pour Havas)		62,4								68,6	12%	23%

Nos travaux conduisent à considérer que l'actionnaire de Havas, libre d'apporter ses actions à l'Offre, devra prendre en considération les points suivants :

- La parité offerte fait apparaître une prime de 19% sur le cours au jour de l'annonce, 26% par rapport à la moyenne des cours sur 1 mois, et 30% par rapport à la moyenne des cours sur 2 mois, sachant que le cours du titre de Havas incorporait, sans doute, une légère prime spéculative.
- La parité offerte est supérieure dans une fourchette de 10% à 31% aux parités qui ressortaient quand Bolloré a acquis des titres Havas au cours de l'année passée.

- L'actionnaire minoritaire soucieux du fait (i) que l'Offre est libellée en titres, ce qui constitue souvent un signal négatif concernant la valeur du titre proposé, et (ii) que l'opération n'est pas susceptible de générer de synergies, pourra prendre en compte le fait que :
 - ✓ la liquidité du titre Bolloré est légèrement supérieure à celle du titre Havas sur une période d'un an et que ce différentiel de liquidité devrait s'accroître en faveur du titre Bolloré en cas de succès de l'Offre ;
 - ✓ il lui est offert une prime par rapport à la valeur intrinsèque de Havas ce que les approches suivantes mettent en exergue :
 - ✓ la comparaison des objectifs de cours des analystes fait apparaître une prime de 30% ;
 - ✓ la comparaison de la valeur de Bolloré par la méthode de la somme des parties (tenant compte d'une décote de conglomérat de 20%) et de Havas par la méthode DCF fait ressortir une prime comprise entre 12% et 23% par rapport à la Parité offerte.

Eu égard aux déclarations explicites des Initiateurs et au taux de détention de Bolloré dans le capital de Havas qui rendent aléatoire l'hypothèse d'une opération future sur Havas en numéraire susceptible d'incorporer des synergies, ces niveaux de prime compensent de manière réaliste la perte d'opportunité de participer à ce type d'opération en apportant à l'Offre.

Ainsi, la parité proposée sur les actions Havas est équitable car elle offre une prime tant sur un cours de bourse, qui intégrait lui-même déjà une légère prime spéculative, que sur la valeur intrinsèque de Havas.

2. Parité offerte sur les BSAAR Havas

Si la parité offerte sur les actions Havas est équitable (ce qui est la conclusion à laquelle nous aboutissons au paragraphe précédent), la question du caractère équitable de l'offre proposée sur les BSAAR revient à la question du choix de la valeur retenue pour l'action Havas pour valoriser les BSAAR.

Les méthodes d'évaluation de l'action Havas font ressortir des valeurs comprises entre 5,89€ et 7,44€ (méthode par les multiples boursiers et méthode par l'actualisation des

flux de trésorerie) : la moyenne des ces valeurs extrêmes (6,66€) fait ressortir un écart faible (3%) entre la parité théorique et la parité offerte.

La référence aux cours de bourse est clé, dans la mesure où l'échéance du BSAAR est proche. Entre le 20 octobre et le 31 octobre 2014 (depuis l'annonce de l'Offre), le cours de clôture Havas a évolué entre 5,8€ et 6,5€ (respectivement au 20 octobre et au 31 octobre). Les derniers cours de bourse font donc ressortir un écart très faible (moins de 5%) entre la parité théorique déterminée à partir de différentes approches de valorisation de l'action Havas, et en particulier les approches intrinsèques et la parité offerte.

La parité proposée sur les BSAAR de Havas est donc équitable.



Pour Sorgem Evaluation

Maurice Nussenbaum

Paris, le 17 novembre 2014

Annexe : Diligences effectuées par l'expert

1. Programme de travail

Sorgem Evaluation a mis en œuvre le programme de travail suivant :

- Analyse du contexte de l'Offre ;
- Analyse des comptes des sociétés Havas et Bolloré ;
- Entretiens avec leurs conseils et la direction des sociétés Havas et Bolloré sur les points suivants :
 - > présentation de l'Offre, de son contexte et de ses motifs ;
 - > description des activités des sociétés Havas et Bolloré, de leurs marchés et de leur environnement concurrentiel ;
 - > présentation des comptes 2013 et du budget 2014 ;
 - > explication des litiges en cours ;
 - > présentation des plans d'affaires des sociétés (2015-2017) ;
- Mise en œuvre d'une approche multicritère pour l'évaluation d'Havas et Bolloré ;
- Analyse du cours de bourse de Havas et Bolloré : analyse de la liquidité et de l'évolution du cours ;
- Evaluation de Havas sur la base de la méthode des Discounted Cash Flows ;
- Evaluation de Bolloré à partir d'une approche SOTP ;
- Evaluation de Havas et des différentes activités opérationnelle de Bolloré à partir de la méthode des multiples de sociétés comparables cotées ;

- Evaluation de Havas à partir de la méthode des multiples de sociétés comparables cotées ;
- Examen de la pertinence d'une évaluation de Havas et des différentes activités opérationnelles de Bolloré fondée sur une approche analogique avec la mise en œuvre des transactions comparables. Dans ce cadre, identification de transactions comparables, identification du sens et de l'importance des biais résultant des différences existant entre havas et les transactions comparables ;
- Analyse des différentes méthodes d'évaluation mises en œuvre par les Banques conseils pour leur évaluation ;
- Revue indépendante ;
- Rédaction du présent rapport d'expertise indépendante.

2. Liste des personnes rencontrées

Dans le cadre de la mission qui nous a été confiée, nous avons été amenés à échanger avec les personnes suivantes :

Havas :

M. Michel DOBKINE (Secrétaire général)
M. François LAROZE (Directeur financier)
Mme. Delphine ARNAULT (Administrateur indépendant)
M. Yves CANNAC (Administrateur indépendant)
M. Patrick SOULARD (Administrateur indépendant)
M. Stéphane ISRAEL (Administrateur indépendant)

Bolloré :

M. Gilles ALIX (Directeur Général)
M. Cyrille BOLLORE (Directeur général délégué)
M. Cédric de BAILLENCOURT (Directeur financier)
M. Thibault de RIVOIRE (Directeur Contrôle de gestion)

Barber Hauler Capital Advisers

M. Olivier BIRAUD (Associé)
M. Jean-Edouard ALLARD (Associate)
M. Benjamin DUCOULOMBIER (Associate)

BNP Paribas

Christophe JALINOT (Managing Director)
Guillaume WERNER (Managing Director)
Gauthier LE MILON (Director)

Crédit Agricole CIB

Bertrand PEYRELONGUE (Managing Director)
Thibaut VERDIER (Director)

Mediobanca

Matteo CALEGARI (Vice President)
Andrea BONETTO (Executive director)
Philippe DENEUX (Managing Director)
Philippe DENEUX (Managing director)

Natixis

Georges CHABENNE (Managing Director)
Yohan QUERE (Senior Banker)
Thomas LAROQUE (Directeur)

3. Informations et documents utilisés

Document	Source
Comptes sociaux et comptes consolidés des sociétés de Bolloré et Havas	Havas et Bolloré
Documentation concernant les BSAAR de Havas	Havas
Détail des participations financières cotées détenues par Bolloré au 25 septembre 2014	Bolloré
Détail de la structure actionnariale des holdings faitières et holding Rivaud	Bolloré
Projet de note d'information sur l'Opération	Banques conseils
Rapport de valorisation des Etablissements présentateurs	Banques conseils
Plan d'affaires 2014 – 2017 de Bolloré et Havas	Bolloré et Havas
Notes d'analystes	Thomson Research et les Banques Conseils
Informations financières diverses (cours de bourse, bêtas,...)	Bloomberg
Informations financières sur les sociétés citées dans le rapport	Reuters/sites internet

4. Calendrier de l'étude

- Contact par la Société pour travailler en amont de notre désignation : 29 septembre 2014.
- Recueil de l'information requise pour évaluer Havas et Bolloré, réalisation des premiers travaux d'évaluation et d'analyse de la parité envisagée, et échange avec Havas et Bolloré dans le but de nous forger une première opinion sur les parités envisagées : du 30 septembre 2014 au 16 octobre 2014.
- Désignation de Sorgem Evaluation comme expert indépendant par le conseil d'administration : 17 octobre 2014.
- Poursuite et approfondissement des travaux réalisés et de l'analyse de la parité offerte et de l'équité de l'Offre : du 17 octobre au 10 novembre 2014.
- Présentation des principales conclusions de nos travaux aux administrateurs indépendants de Havas : 4 novembre 2014.
- Remise du projet de notre rapport : 10 novembre 2014.
- Remise de la version finale de notre rapport : 17 novembre 2014.

5. Rémunération

Le montant des honoraires forfaitaires perçus par Sorgem Evaluation au titre de la présente mission s'élève à 390.000 € hors taxes.