PROJET DE NOTE D'INFORMATION
ÉTABLIE PAR LA SOCIÉTÉ

EN RÉPONSE

À L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ HAVAS INITIÉE PAR LA SOCIÉTÉ

Havas est conseillée par

Le présent projet de note d'information en réponse a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») le 1er septembre 2017, conformément aux dispositions de l'article 231-26 de son règlement général. Il a été établi conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF.

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

Le présent projet de note en réponse n'est pas destiné à être diffusé dans les pays autres que la France.

AVIS IMPORTANT

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

Le présent projet de note en réponse (le « **Projet de Note en Réponse** ») est disponible sur le site Internet d'Havas (www.havasgroup.fr) ainsi que sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et mise à la disposition du public sans frais au siège social d'Havas, 29/30 quai de Dion Bouton, 92800 Puteaux.

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables, d'Havas seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public selon les mêmes modalités, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre (tel que ce terme est défini ci-après). Un communiqué 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

1. RAPPEL DES TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE 4

1.1 Description de l'Offre 4

1.2 Nombre et nature des titres visés par l'Offre 5

1.3 Rappel des principales caractéristiques de l'Offre 6

1.4 Contexte et motifs de l'Offre 7

1.5 Procédure d'apport à l'Offre et publication des résultats de l'Offre 10

1.6 Existence de liens entre la Société et l'Initiateur 11

2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ 12

3. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT 16

4. INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LA SOCIÉTÉ 16

5. INTENTION DE LA SOCIÉTÉ CONCERNANT LES ACTIONS AUTO-DÉTENUES 18

6. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRÉCIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE 18

7. ELÉMENTS RELATIFS À LA SOCIÉTÉ SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE 18

7.1 Structure et répartition du capital de la Société 18

7.2 Restrictions à l'exercice du droit de vote et aux transferts d'actions 19

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) 19

7.4 Participations directes ou indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil 19

7.5 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci 21

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 21

7.7 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote 21

7.8 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'administration, ainsi qu'à la modification des statuts de la Société 22

7.9 Pouvoirs du Conseil d'administration, en particulier en matière d'émission ou de rachat d'actions 22

7.10 Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société 24

7.11 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Conseil d'administration ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur mandat ou emploi prend fin en raison d'une offre publique 25

8. INFORMATIONS COMPLÉMENTAIRES CONCERNANT LA SOCIÉTÉ 25

9. PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DU PROJET DE NOTE EN RÉPONSE 25

ANNEXE RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT 26

1. RAPPEL DES TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE

1.1 Description de l'Offre

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 233-1 2° et 234-2 du règlement général de l'AMF, Vivendi, une société anonyme de droit français au capital de 7.103.079.005 euros, dont le siège social est situé 42, avenue de Friedland, 75008 Paris, et immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 343 134 763 et dont les actions sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0000127771 (« **Vivendi** » ou l' « **Initiateur** »), offre de manière irrévocable aux actionnaires de la société Havas, société anonyme de droit français au capital de 169.222.321,20 euros, dont le siège social est situé 29-30 Quai de Dion- Bouton, 92800 Puteaux, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 335 480 265 et dont les actions sont admises aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0000121881 (« **Havas** » ou la « **Société** »), d'acquérir la totalité des actions de la Société qui ne sont pas déjà détenues par l'Initiateur au prix de 9,25 euros par action (l'« **Offre** »).

L'Offre fait suite au franchissement par l'Initiateur des seuils de 30 % et de 50 % du capital social et des droits de vote de la Société, résultant de l'acquisition par l'Initiateur le 3 juillet 2017 de 250.497.278[1] actions et droits de vote de la Société (représentant à cette date 59,21 % du capital et 59,19 % des droits de vote de la Société) par voie d'acquisition d'un bloc hors marché (l' « **Acquisition du Bloc** ») auprès des sociétés suivantes :

- 25.045.315 actions auprès de Bolloré, société anonyme de droit français au capital de 465.672.357,28 euros, ayant son siège social situé à Odet, 29500 Ergué-Gabéric, immatriculée auprès du 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 Paris sous le code ISIN FR0000039299 (« **Bolloré** ») ;

- 108.172.230 actions auprès de Financière de Sainte-Marine, société par actions simplifiée de droit français au capital de 164.298.726 euros, ayant son siège social situé 31-32 Quai de Dion-Bouton, 92800 Puteaux, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 442 134 177 (« **Financière de Sainte-Marine** ») ;

- 62.833.575 actions auprès de Société Industrielle et Financière de l'Artois, société anonyme de droit français au capital de 5.324.000 euros, ayant son siège social 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 le marché réglementé d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0000076952 (« **Société Industrielle et Financière de l'Artois** ») ; et

- 54.446.158 actions auprès de Compagnie du Cambodge, société anonyme de droit français au capital de 23.508.870 euros, ayant son siège social 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

[1] Etant précisé que l'Initiateur détient également indirectement 10 actions d'auto-contrôle (privées du droit de vote) par le biais des sociétés Financière de Longchamp (5 actions) et Longchamp Participations (5 actions), filiales de la Société.

négociations sur le marché réglementé d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0000079659 (« **Compagnie du Cambodge** ») ;

(ensemble les « **Cédants** » ou le « **Groupe Bolloré** »).

A la date du Projet de Note en Réponse, Vivendi détient à la connaissance de la Société 250.497.278[2] actions et droits de vote de la Société, représentant 59,21 % du capital social et 59,20 % des droits de vote de la Société.

En conséquence, l'Offre porte sur la totalité des actions de la Société non détenues directement par l'Initiateur à la date du dépôt du projet d'Offre, soit, 172.558.525 actions[3], représentant 40,79 % du capital social et 40,80 % des droits de vote de la Société sur la base d'un nombre total d'actions de 423.055.803[4] et d'un nombre total de droits de vote théoriques au 31 juillet 2017 de 423.165.399, à un prix par action de 9,25 euros, identique à celui payé aux Cédants pour l'Acquisition du Bloc.

Il est précisé que les Actions Gratuites et de Performance (tel que ce terme est défini à la section 1.2 du Projet de Note en Réponse) attribuées par le Conseil d'administration de Havas, ne sont pas visées par l'Offre dès lors que ces actions ne seront attribuées et livrées aux bénéficiaires qu'à partir de 2018. Il n'existe à la date du Projet de Note en Réponse aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès au capital ou à des droits de vote de la Société, immédiatement ou dans le futur.

L'Offre sera réalisée conformément à la procédure simplifiée prévue par les dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF.

L'Offre sera ouverte pendant une période de dix (10) jours de négociation.

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 I du règlement général de l'AMF, BNP Paribas et Natixis, agissant en qualité de banques présentatrices de l'Offre pour le compte de l'Initiateur (les « **Banques Présentatrices** »), ont déposé le projet d'Offre et le projet de note d'information (le « **Projet de Note d'Information »**) auprès de l'AMF le 29 août 2017. Les Banques Présentatrices garantissent le contenu et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

1.2 Nombre et nature des titres visés par l'Offre

L'Offre porte sur la totalité des actions de la Société non détenues par l'Initiateur à la date du Projet de Note d'Information. L'Offre porte ainsi sur un nombre total de 172.558.525[5] actions existantes, représentant 40,79 % du capital social et 40,80 % des droits de vote de la Société

---

[2] Etant précisé que Vivendi détient également indirectement 10 actions d'auto-contrôle (privées du droit de vote) par le biais des sociétés Financière de Longchamp (5 actions) et Longchamp Participations (5 actions), filiales de Havas.

[3] En ce compris les 10 actions d'auto-contrôle détenues par les sociétés Financière de Longchamp et Longchamp Participations, étant précisé que les Présidents de ces deux sociétés ont décidé de ne pas apporter leurs actions à l'Offre.

[4] Incluant les actions émises au titre du paiement du dividende en actions proposé aux actionnaires dans le cadre de l'assemblée générale mixte de Havas du 10 mai 2017.

[5] En ce compris les 10 actions d'auto-contrôle détenues par les sociétés Financière de Longchamp et Longchamp Participations, étant précisé que les Présidents de ces deux sociétés ont décidé de ne pas apporter leurs actions à l'Offre.

sur la base d'un nombre total d'actions de 423.055.803 et d'un nombre total de droits de vote théoriques au 31 juillet 2017 de 423.165.399.

A la date du présent Projet de Note en Réponse, il n'existe aucun autre titre de capital, ni aucun autre instrument financier ou droit pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société. La Société a toutefois mis en place plusieurs programmes d'actions gratuites et de performance au bénéfice de certains salariés et mandataires sociaux (les « **Actions Gratuites et de Performance** »), qui représente un nombre potentiel maximal de 8.275.360 actions Havas à émettre (soit un montant maximal de 1,96 % du capital). Il n'existe en revanche aucun plan d'options de souscription ou d'achat d'actions de la Société en cours au sein de la Société.

Il est rappelé qu'à la date du Projet de Note en Réponse, l'Initiateur détient directement et indirectement 250.497.278[6] actions de la Société, représentant 59,21 % du capital et 59,20 % des droits de vote de la Société.

1.3 Rappel des principales caractéristiques de l'Offre

Dans le cadre de l'Offre, qui sera réalisée selon la procédure simplifiée en application des dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir auprès des actionnaires de Havas toutes les actions de la Société visées par l'Offre qui seront apportées à l'Offre, au prix de 9,25 euros par action pendant une période de dix (10) jours de négociation.

L'Offre n'est soumise à aucune condition prévoyant la présentation d'un nombre minimum d'actions pour qu'elle ait une suite positive. Par ailleurs, l'Offre n'est pas soumise à une quelconque condition d'obtention d'une autorisation au titre du contrôle des concentrations ou en matière règlementaire.

En application de l'article 231-16 du règlement général de l'AMF, un communiqué comportant les principaux éléments de l'Offre a été diffusé le 29 août 2017 par l'Initiateur et publié sur le site internet de l'Initiateur (www.vivendi.com). Le Projet de Note d'Information a été mis en ligne sur le site internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de l'Initiateur (www.vivendi.com) et peut être obtenu gratuitement aux sièges de l'Initiateur et des Banques Présentatrices.

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

L'AMF publiera une décision de conformité relative à l'Offre sur son site Internet (www.amf-france.org), après s'être assurée de la conformité de l'Offre aux dispositions législatives et réglementaires applicables. Cette décision de conformité emportera visa par l'AMF du Projet de Note d'Information et de la note en réponse (la « **Note en Réponse** »).

Le Projet de Note d'Information, une fois le visa de l'AMF reçu, et le document « Autres Informations » relatif aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur seront, conformément aux articles 213-27 et 231-28, tenus à la disposition du

[6] Etant précisé que l'Initiateur détient également indirectement 10 actions d'auto-contrôle (privées du droit de vote) par le biais des sociétés Financière de Longchamp (5 actions) et Longchamp Participations (5 actions), filiales de la Société.

public, sans frais, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre aux sièges de l'Initiateur et des Banques Présentatrices. Ces documents seront également disponibles sur les sites internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de l'Initiateur (www.vivendi.com).

La Note en Réponse et le document « Autres Informations » (voir section 8 ci-après) seront déposés auprès de l'AMF et mis à la disposition du public, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. Ces documents seront également disponibles sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et d'Havas (www.havasgroup.fr), et pourront être obtenus sans frais au siège social d'Havas, 29/30 quai de Dion Bouton, 92800 Puteaux.

Un communiqué précisant les modalités de mise à disposition de ces documents sera diffusé au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre, conformément à l'article 221-3 du règlement général de l'AMF.

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

L'Offre est faite exclusivement en France et les documents relatifs à celle-ci ne sont pas destinés à être diffusé dans les pays autres que la France. Les restrictions pour la participation à l'Offre et la diffusion des documents relatifs à celle-ci sont décrites en détails à la section 2.7 du Projet de Note d'Information.

L'Initiateur a également précisé dans le Projet de Note d'Information ne pas avoir l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre de la procédure de retrait obligatoire visant les actions de la Société à l'issue de l'Offre prévue aux articles 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF, ni de demander à Euronext Paris la radiation des actions de la Société, l'Initiateur souhaitant conserver la Société cotée avec un niveau de flottant suffisant pour assurer la liquidité du titre.

1.4 Contexte et motifs de l'Offre

1.4.1 Acquisition par l'Initiateur d'une participation de 59,21 % dans la Société

Le 11 mai 2017, Vivendi a adressé au Groupe Bolloré une lettre d'intention précisant, sans engagement, les conditions dans lesquelles Vivendi souhaitait procéder à l'Acquisition du Bloc (l' « **Offre Indicative** »). La remise de cette Offre Indicative a fait l'objet d'un communiqué de presse le jour même précisant les principaux termes de l'opération envisagée, en particulier le prix d'acquisition proposé pour le bloc de 9,25 euros par action (dividende de 0,18 euro par action au titre de l'exercice 2016 détaché). Vivendi a également annoncé qu'à la suite de la détermination définitive du prix d'acquisition et de l'Acquisition du Bloc, il déposerait, conformément à la réglementation, une offre publique d'acquisition visant les actions de la Société sans que cette opération ne vise à retirer Havas de la cote.

Le conseil de surveillance de Vivendi du 11 mai 2017 a autorisé la signature de la lettre d'intention ainsi que la conclusion d'un contrat de cession d'actions sur la base des éléments contenus dans la lettre d'intention.

Les conseils d'administration de Bolloré et de Société Industrielle et Financière de l'Artois ainsi que le conseil de surveillance de Compagnie du Cambodge ont examiné le 11 mai 2017 l'Offre Indicative reçue de Vivendi, lui ont réservé un accueil favorable et ont décidé

d'engager des discussions avec Vivendi. Les Cédants ont en conséquence remis une lettre en réponse à Vivendi et publié un communiqué de presse faisant état de ces éléments le jour même.

Havas a également publié un communiqué de presse le 11 mai 2017 annonçant avoir pris connaissance de l'Offre Indicative remise par Vivendi au Groupe Bolloré concernant l'Acquisition du Bloc.

La Société, Vivendi et Bolloré ont engagé les procédures d'information et de consultation de leurs instances représentatives du personnel. Ces procédures ont été achevées le 17 mai 2017 pour Bolloré, le 19 mai 2017 pour la Société et le 29 mai 2017 pour Vivendi. Les comités d'entreprise ont émis un avis favorable sur le projet d'Acquisition du Bloc.

Des négociations ont ensuite été engagées pour aboutir à la conclusion, le 6 juin 2017, d'un contrat de cession d'actions entre Vivendi et les Cédants (le « **Contrat d'Acquisition d'Actions** »), la réalisation de l'opération étant soumise à l'approbation des autorités en charge du contrôle des concentrations compétentes.

Ces autorisations ayant été obtenues, Vivendi a, le 3 juillet 2017, acquis auprès des Cédants 250.497.278[7] actions et droits de vote de la Société au moyen d'acquisitions de blocs d'actions hors marché, représentant au total 59,21 % du capital social et 59,19 % des droits de vote de la Société au prix de 9,25 euros par action.

Le Contrat d'Acquisition d'Actions ne prévoit pas de complément de prix.

1.4.2 Répartition du capital et des droits de vote théoriques de Havas avant l'Acquisition du Bloc

Avant la réalisation de l'Acquisition du Bloc, le capital social de Havas s'élevait à 169.222.321,20 euros, divisé en 423.055.803 actions ordinaires d'une valeur nominale de 0,40 euro chacune.

Le tableau ci-dessous présente le capital et les droits de vote théoriques de la Société avant la réalisation de l'Acquisition du Bloc le 3 juillet 2017.

Actionnaires	**Nombre d'actions**	**% du capital**	**Nombre de droits de vote**	**% des droits de vote[8]**
Financière de Sainte-Marine	108 172 230	25,57	216 344 460	37,04
Société Industrielle et Financière de l'Artois	62 833 575	14,85	86 983 136	14,89
Compagnie du Cambodge	54 446 158	12,87	57 950 047	9,92

[7] Etant précisé que Vivendi détient également indirectement 10 actions d'auto-contrôle (privées du droit de vote) par le biais des sociétés Financière de Longchamp (5 actions) et Longchamp Participations (5 actions), filiales de Havas.

[8] Conformément à l'article 233-1 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de toutes les actions auxquelles sont rattachés des droits de vote, en ce comprises les actions dépourvues de droits de vote.

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% des droits de vote[8]
Bolloré	25 045 315	5,92	50 090 630	8,58
Sous total Groupe Bolloré	250 497 278	59,21	411 368 273	70,43
Conseil d'Administration et dirigeants[9]	53 519	0,01	68 919	0,01
FMR LLC	20 982 086	4,96	20 982 086	3,59
Public	151 522 920	35,82	151 632 566	25,97
Total	423 055 803	100,00	584 051 844[10]	100,00

1.4.3 Répartition du capital et des droits de vote théoriques de Havas à la suite de l'Acquisition du Bloc

Le tableau ci-après présente, la répartition du capital et des droits de vote de la Société à la date du présent projet de note en réponse, à la suite de la réalisation de l'Acquisition du Bloc :

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	Nombre de droits de vote	% des droits de vote
Vivendi	250 497 278[11]	59,21	250 497 278	59,20
Conseil d'Administration et dirigeants[12]	53 719	0,01	69 119	0,02
Syquant Capital	22 283 252	5,27	22 283 252	5,27
FMR LLC	20 982 086	4,96	20 982 086	4,96
Public	129 239 468	30,55	129 333 664	30,55
Total	423 055 803	100,00	423 165 399	100,00

[9] Hors Bolloré et Financière de Sainte-Marine.

[10] Incluant les 10 actions d'auto-contrôle (privées du droit de vote) détenues indirectement par Vivendi par le biais des sociétés Financière de Longchamp (5 actions) et Longchamp Participations (5 actions), filiales de Havas.

[11] Etant précisé que Vivendi détient également indirectement 10 actions d'auto-contrôle (privées du droit de vote) par le biais des sociétés Financière de Longchamp (5 actions) et Longchamp Participations (5 actions), filiales de Havas.

[12] Hors Bolloré et Financière de Sainte-Marine.

Préalablement à l'Acquisition du Bloc mentionnée ci-dessus, ni l'Initiateur, ni l'une des sociétés appartenant au groupe de l'Initiateur ne détenait, directement ou indirectement, des actions Havas.

Le 29 août 2017, Vivendi a déposé une offre publique d'achat pour la totalité des actions de la Société restant en circulation à un prix de 9,25 euros par action, sans avoir l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre de la procédure de retrait obligatoire visant les actions de la Société à l'issue de l'Offre prévue aux articles 237-14 et suivants du règlement général de l'AMF, ni de demander à Euronext Paris la radiation des actions de la Société.

Dans le cadre de l'Acquisition du Bloc, l'Initiateur a eu accès à un nombre limité d'informations sur la Société et ses filiales dans le cadre d'une procédure dite de « Data Room ». Il est précisé que (i) les informations communiquées par la Société à l'Initiateur l'ont été conformément aux recommandations de l'AMF sur les procédures de « Data Room » figurant dans le Guide de l'information permanente et de la gestion de l'information privilégiée DOC-2016-08, et (ii) l'Initiateur n'a eu accès à aucune information privilégiée qui n'aurait pas été rendue publique par la Société.

En application des dispositions de l'article 261-1, I du règlement général de l'AMF, le Conseil d'administration de la Société a désigné à l'unanimité, à l'exclusion de M. Yannick Bolloré, de Bolloré SA, représentée par Mme Juliette Laquerrière et de Financière de Sainte-Marine, M. Gilles Alix ayant donné pouvoir à Mme Laquerrière, dans une décision adoptée le 8 juin 2017, le cabinet Didier Kling & Associés, 28 avenue Hoche, 75008 Paris, en qualité d'expert financier indépendant.

Le Conseil d'administration de la Société, qui s'est tenu le 1er septembre 2017, a émis un avis favorable sur l'Offre. Le comité d'entreprise de la Société et le comité de groupe ont été informés au cours d'une réunion d'information le 31 août 2017.

1.5 Procédure d'apport à l'Offre et publication des résultats de l'Offre

L'Offre sera ouverte pendant une période de dix (10) jours de négociation, conformément aux dispositions de l'article 233-2 du règlement général de l'AMF. L'AMF pourra, après avoir fixé la date de clôture de l'Offre, la reporter conformément à son règlement général. L'Offre étant réalisée selon la procédure simplifiée, conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF, elle ne sera pas ré-ouverte à la suite de la publication du résultat définitif de l'Offre.

Les actionnaires pourront participer à l'Offre en apportant leurs actions conformément aux procédures suivantes :

- Les actionnaires de la Société dont les actions sont inscrites sur un compte tenu par un intermédiaire financier (y compris, les courtiers, les établissements de crédit et les institutions financières) devront transmettre à leur intermédiaire financier un ordre d'apport à l'Offre, conforme au modèle fourni par leur intermédiaire financier, au plus tard le dernier jour d'ouverture de l'Offre et en temps utile afin que leur ordre puisse être exécuté.

- Les actions de la Société détenues au nominatif devront être converties au porteur pour pouvoir être apportées à l'Offre. En conséquence, les actionnaires dont les actions sont détenues sous la forme nominative qui souhaitent apporter leurs actions à

l’Offre devront demander leur conversion au porteur dès que possible. Ils perdront alors les avantages attachés à la forme nominative pour celles des actions converties au porteur.

Aucune commission ne sera versée par l’Initiateur aux intermédiaires financiers par le biais desquels les actionnaires apporteront leurs actions à l’Offre.

Les actions apportées à l’Offre devront être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement et autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit restreignant le libre transfert de leur propriété. L’Initiateur a précisé dans son Projet de Note d'Information qu'il se réserve le droit d’écarter, à sa seule discrétion, toute action apportée qui ne répondrait pas à cette condition.

L'Offre et tous les documents y afférents sont soumis au droit français. Tout différend ou litige, de quelque nature que ce soit, se rattachant à l'Offre sera porté devant les tribunaux compétents.

L’acquisition des actions se rattachant à l’Offre se déroulera, conformément à la loi applicable, par l’intermédiaire de Natixis, membre de marché acheteur, agissant en tant qu’intermédiaire pour le compte de l’Initiateur. Le règlement sera réalisé progressivement, à la suite de l’exécution des ordres, deux jours de négociation après l’exécution de chaque ordre.

Les frais de négociation (y compris les frais de courtage et la TVA correspondante) resteront entièrement à la charge de chaque actionnaire apportant ses actions.

Calendrier indicatif de l'Offre

Le calendrier indicatif de l'Offre est présenté à la section 2.6 du Projet de Note d'Information.

1.6 Existence de liens entre la Société et l'Initiateur

Monsieur Yannick Bolloré est Président-Directeur Général de la Société et également membre du Conseil de surveillance de l'Initiateur. Il est le fils de Monsieur Vincent Bolloré qui est Président du Conseil de surveillance de Vivendi.

Par ailleurs, Monsieur Dominique Delport qui est *Global Managing Director* et *Chief Client Officer* de la Société et membre de son Comité exécutif et également membre du Conseil de surveillance de l'Initiateur.

A la date du 29 août 2017, sur la base des informations communiquées par l'Initiateur, le Groupe Bolloré détient 265.832.839 actions Vivendi représentant 447.265.678 droits de vote, soit 20,57 % du capital et 29,61 % des droits de vote.

En sus, des liens contractuels existent entre Vivendi (ou ses filiales) et la Société ou certaines de ses filiales, notamment des accords commerciaux. Certaines filiales du groupe Havas réalisent, à des conditions de marché, des prestations opérationnelles pour Vivendi et ses filiales. Ces accords sont décrits à la section 19 du Document de Référence 2016 de la Société déposé auprès de l’AMF le 29 mars 2017 sous le numéro D.17-0249.

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

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'AMF, le Conseil d'administration s'est réuni le 1er septembre 2017 afin, notamment, d'examiner le projet d'Offre et de rendre un avis motivé sur l'intérêt de l'Offre et sur les conséquences de celle-ci pour la Société, ses actionnaires et ses salariés. Tous les administrateurs étaient présents ou représentés.

Préalablement, le Conseil d'administration s'est réuni le 8 juin 2017 au siège social de la Société, suite à la signature par Vivendi, le 6 juin 2017, du contrat d'acquisition sous conditions suspensives avec le Groupe Bolloré concernant sa participation majoritaire représentant 59,21 % du capital de Havas au prix de 9,25 euros par action.

Lors de cette réunion, qui s'est tenue sous la présidence du Président-Directeur Général de la Société, le Conseil d'administration a été informé de l'obligation pour Vivendi de déposer un projet d'offre publique après la réalisation des conditions suspensives prévues au contrat d'acquisition.

En raison de la présence de membres communs aux différents groupes concernés par ces opérations, le Conseil d'administration de Havas a décidé de nommer le Cabinet Didier Kling & Associés 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 leurs liens avec les groupes Havas, Vivendi et Bolloré, à savoir Monsieur Yannick Bolloré, la société Bolloré, représentée par Madame Juliette Laquerrière et la société Financière de Sainte-Marine, représentée par Monsieur Gilles Alix, ayant donné pouvoir à Madame Laquerrière.

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

Le 31 août 2017, Messieurs Patrick Soulard et Yves Cannac se sont réunis en présence du Cabinet Didier Kling & Associés (Monsieur Didier Kling et Madame Anne Nouquati) afin de prendre connaissance d'un rapport d'étape établi par l'expert indépendant et d'en discuter les termes.

Lors de cette réunion, 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 du prix proposé pour les actionnaires de Havas, ainsi que sur les conséquences de l'Offre pour l'avenir du Groupe Havas et pour ses salariés.

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

Messieurs Patrick Soulard et Yves Cannac ont fait part au Conseil d'administration du 1er septembre 2017 de leurs échanges et de leurs conclusions.

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

- le communiqué de presse de l'Initiateur en date du 29 août 2017 annonçant l'Offre ainsi que ses principales caractéristiques et modalités ;

- le projet de note d'information de l'Initiateur en date du 29 août 2017 contenant notamment les motifs de l'Offre, les intentions de l'Initiateur, ainsi que les caractéristiques et les éléments d'appréciation des conditions financières de l'Offre ;

- les premiers éléments du 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 projet de note en réponse, établi conformément aux dispositions de l'article 261-1 du règlement général de l'AMF, par le Cabinet Didier Kling et Associés, représenté par Monsieur Didier Kling, étant précisé que, lors de sa réunion avec les administrateurs indépendants le 31 août 2017, 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 le Cabinet Kling & Associés. 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 que l'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir auprès des actionnaires de la Société leurs actions au prix de 9,25 euros par action.

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

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 en date du 29 août 2017 établi par l'Initiateur tout en apportant une attention toute particulière aux intentions de l'Initiateur :

« ***1 - Intérêts et conséquences pour Havas***

- « *Vivendi se fixe pour objectif de donner à Havas une dimension nouvelle parmi les tout premiers acteurs mondiaux de son secteur »* (Cf. section 1.2.1 du projet de note d'information de l'Initiateur) ;

- cette opération permettra *« de proposer des offres de communication innovantes et personnalisées»* (Cf. section 1.2.5.2 du projet de note d'information de l'Initiateur) ;

- cette opération permettra d'offrir à Havas *« des moyens stratégiques et financiers nouveaux pour enrichir les expertises qu'elle met à la disposition de ses clients, ainsi que de plus vastes perspectives dans le cadre de la gestion de ses talents afin de jouer un rôle moteur dans la consolidation potentielle du secteur »* (Cf. section 1.2.5.2 du projet de note d'information de l'Initiateur)*;*

- l'Offre permettra aux équipes des deux sociétés « *de développer des projets communs créateurs de valeur tout en conservant leur agilité d'exécution et leur identité propre. Ces différentes initiatives devraient donner à chacun une position unique sur son marché* » (Cf. section 1.2.5.2 du projet de note d'information de l'Initiateur) ;

- Havas sera en mesure de maintenir sa visibilité sur le marché, dans la mesure où Vivendi souhaite *« conserver la société Havas cotée avec un niveau de flottant suffisant pour assurer la liquidité du titre »* (Cf. section 1.2.7 du projet de note d'information de l'Initiateur).

2 - 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'incidence sur l'emploi au sein de la Société* » (Cf. section 1.2.2 du projet de note d'information de l'Initiateur) ;

- l'Offre de Vivendi apparaît très protectrice des intérêts des salariés de Havas.

3 - Intérêts et conséquences pour les actionnaires de Havas

- l'Offre « *donne aux actionnaires de Havas l'opportunité d'obtenir une liquidité immédiate pour tout ou partie de leurs actions au même prix que celui offert aux Cédants pour l'Acquisition du Bloc, soit 9,25 euros par action, représentant une prime de 11,2% par rapport au cours moyen des actions de la Société le 10 mai 2017, (veille de l'annonce de l'Offre) et une prime de respectivement 12,8% et 15,1 % par rapport au cours des trois et six mois précédant l'annonce de l'Offre »* (Cf. section 1.2.5.1 du projet de note d'information de l'Initiateur) ;

- l'Initiateur *« n'a pas l'intention de demander à l'AMF la mise en œuvre de la procédure de retrait obligatoire visant les actions de la Société à l'issue de l'Offre »…, « ni de demander à Euronext Paris la radiation des actions de la Société, Vivendi souhaitant conserver la société Havas cotée avec un niveau de flottant suffisant pour assurer la liquidité du titre » (*Cf. section 1.2.7 du projet de note d'information de l'Initiateur) ;

- à 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 de ses filiales* » (Cf. section 1.2.4 du projet de note d'information de l'Initiateur).

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

- « L'Offre est une offre obligatoire du point de vue de l'Initiateur tandis qu'elle est facultative du point de vue des actionnaires minoritaires.

  Ces derniers auront en effet la possibilité d'y répondre favorablement ou non dans la mesure où l'Initiateur a annoncé son intention de ne pas demander à l'AMF la mise en œuvre de la procédure de retrait obligatoire, ni de demander à Euronext Paris la radiation des actions de HAVAS.

- Le prix d'Offre est équivalent au prix payé pour l'acquisition du Bloc majoritaire sachant que le contrat d'acquisition du Bloc ne prévoit aucun complément de prix ni accords connexes.

- Le prix d'Offre fait apparaître une prime par rapport à l'ensemble des valeurs obtenues à partir des méthodes que nous avons mises en œuvre et des références que nous avons utilisées :

  – la prime offerte est de 11% par rapport à la valeur centrale obtenue par la méthode des DCF ;

  – la prime offerte est comprise entre 24% et 47% par rapport aux valeurs obtenues par la méthode des comparables boursiers ;

  – la prime offerte est de 3,6% par rapport à la médiane des objectifs de cours des analystes financiers (coupon détaché) avant l'annonce de l'acquisition du Bloc sachant que cet objectif était biaisé à la hausse par l'anticipation d'une possible opération sur HAVAS ;

  – la prime offerte est comprise entre 11% et 20% par rapport à la référence aux moyennes de cours sachant que le cours intégrait également un aspect spéculatif.

  Ces primes matérialisent le fait que l'Initiateur envisage que l'opération génèrera des synergies dont il est difficile d'estimer le montant et la répartition entre HAVAS et VIVENDI.

  Les actionnaires apportant à l'Offre bénéficieront de manière immédiate de la valeur « standalone » de HAVAS – c'est-à-dire la valeur de HAVAS dans le cadre d'une gestion indépendante – et, au travers de la prime offerte, d'une quote-part des synergies envisagées dans le cadre du rapprochement avec VIVENDI.

  Sur ces bases, nous estimons que le prix d'Offre de 9,25€ est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de HAVAS. »

Ainsi, le prix proposé sur les actions Havas est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de Havas.

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

- à l'intention de l'Initiateur de respecter les orientations stratégiques du Groupe Havas,

- à l'intention de l'Initiateur de maintenir la visibilité de Havas sur le marché, en l'absence de demande de radiation des actions Havas du marché réglementé d'Euronext Paris, l'Initiateur souhaitant conserver Havas cotée avec un niveau de flottant suffisant pour assurer la liquidité du titre,

- à l'absence d'impact sur l'emploi au niveau du Groupe,

- au prix proposé aux détenteurs de titres Havas, supérieure à la valeur intrinsèque du Groupe Havas,

Le Conseil d'administration a alors considéré, à l'unanimité, Monsieur Yannick Bolloré, la société Bolloré, représentée par Madame Juliette Laquerrière 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 à l'Offre, le Conseil d'administration recommande aux actionnaires qui souhaitent bénéficier d'une liquidité immédiate d'apporter leurs titres à l'Offre. »

3. RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT

En application de l'article 261-1, I du règlement général de l'AMF, le cabinet Didier Kling & Associés a été désigné le 8 juin 2017 par le Conseil d'administration en qualité d'expert indépendant afin d'établir un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Le rapport qui a été établi par le cabinet Didier Kling & Associés en date du 1er septembre 2017 est celui au vu duquel le Conseil d'administration du 1er septembre 2017 a émis son avis motivé, reproduit en annexe du Projet de Note en Réponse.

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

A l'exception des sociétés Financière de Longchamp et Longchamp Participations qui ont fait part de leur intention de conserver leurs actions, les membres du Conseil d'administration présents et représentés lors de la séance du 1er septembre 2017 à l'occasion de laquelle l'avis motivé du Conseil d'administration sur l'Offre a été rendu, détenteurs de titres de la Société (listés dans le tableau ci-dessous), ont indiqué qu'ils apporteront leurs titres à l'Offre, à l'exception des actions conservées à raison de leur qualité d'administrateur.

Nom	Fonction	Nombre d'actions détenues à la date du Projet de Note en Réponse
M. Yannick Bolloré	Président du Conseil d'administration	11.259

Nom	Fonction	Nombre d'actions détenues à la date du Projet de Note en Réponse
Mme Delphine Arnault	Administrateur indépendant	1.500
Mme Marguerite Bérard-Andrieu	Administrateur indépendant	100
Bolloré, représentée par Madame Juliette Laquerrière	Administrateur	0
M. Yves Cannac	Administrateur indépendant	7
Mme Sidonie Dumas	Administrateur indépendant	100
Financière de Longchamp représentée par Mme Ghislaine Brégé	Administrateur	5
Financière de Sainte-Marine, représentée par Monsieur Gilles Alix	Administrateur	0
Mme Myriam Guillotin	Administrateur représentant les salariés	500
Mme Catherine Habib-Deloncle	Administrateur représentant les salariés	10
M. Stéphane Israël	Administrateur indépendant	1.543
Longchamp Participations représentée par M. Jean de Yturbe	Administrateur	5
Mme Christine Ockrent	Administrateur indépendant	1.332
M. Alfonso Rodés Vilà	Administrateur	32.958
M. Jacques Séguéla	Administrateur	2.900
M. Patrick Soulard	Administrateur indépendant	1.500
Total	**-**	53.719

5. INTENTION DE LA SOCIÉTÉ CONCERNANT LES ACTIONS AUTO-DÉTENUES

Le Conseil d'administration, réuni dans la composition mentionnée à la section 4 ci-dessus, a pris acte qu'en dehors des 10 actions détenues par des filiales de la Société[13], la Société ne détenait aucune de ses propres actions.

6. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRÉCIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE

A l'exception des éléments décrits aux sections 1.3 et 1.4 du présent Projet de Note en Réponse, la Société n'a pas connaissance d'accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

7. ELÉMENTS RELATIFS À LA SOCIÉTÉ SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

7.1 Structure et répartition du capital de la Société

Le capital de la Société, d'un montant de 169.222.321,20 euros à la date du présent Projet de Note en Réponse, est divisé en 423.055.803 actions, d'une valeur nominale de 0,40 euro chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie.

A la date du Projet de Note en Réponse et à la connaissance de la Société, la répartition du capital social et des droits de vote de la Société est la suivante :

Actionnaire	Nombre d'actions	% du capital social	Nombre de droits de vote théoriques[14]	% des droits de vote exerçables
Vivendi	250.497.278	59,21%	250.497.278	59,20%
Autocontrôle Société[15]	10	Ns	0	-
Conseil d'Administration et dirigeants	53.719	0,01%	69.119	0,02%
Salariés	35.518	0,01%	35.518	0,01%
Syquant Capital	22.283.252	5,27%	22.283.252	5,27%
FMR LLC	20.982.086	4,96%	20.982.086	4, 96%
Public	129.203.940	30,54%	129.298.146	30,54%
TOTAL	**423.055.803**	**100 %**	**423.165.399**	**100 %**

[13] Sociétés Financière de Longchamp (5 actions) et Longchamp Participations (5 actions), sociétés contrôlées par la Société.

[14] Conformément aux dispositions de l'article 223-11, I al. 2 du règlement général de l'AMF, le nombre total de droits de vote a été calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droit de vote.

[15] Sociétés Financière de Longchamp (5 actions) et Longchamp Participations (5 actions), sociétés contrôlées par la Société.

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

7.2 Restrictions à l'exercice du droit de vote et aux transferts d'actions

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

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

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

L'article 11 des statuts de la Société impose par ailleurs une obligation de déclaration de franchissement de seuil statutaire. En vertu de l'article 11 des statuts, toute personne qui détient ou vient à posséder, directement ou indirectement par l'intermédiaire de sociétés qu'elle contrôle au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce, au moins 2 % du capital ou des droits de vote, est tenue, dans les quinze jours du franchissement de ce seuil, de déclarer à la Société par lettre recommandée avec accusé de réception adressée au siège social le nombre total d'actions qu'elle possède.

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

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

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 la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce.

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

A la date du Projet de Note en Réponse et à la connaissance de la Société, le capital social est réparti ainsi qu'il est indiqué à la section 7.1 ci-dessus.

Les déclarations relatives aux franchissements de seuils légaux ou statutaires dans l'actionnariat de la Société (du 1er janvier au 31 décembre 2016) figurent en page 71 du Document de Référence 2016 de la Société déposé auprès de l'AMF le 29 mars 2017 sous le numéro D.17-0249.

Depuis le 31 décembre 2016, la Société a reçu les déclarations de franchissement de seuils suivante :

Société déclarante	Date du franchissement de seuil statutaire ou légal déclaré	Date		% capital déclaré	% droits de vote déclaré
FMR LLC	5% du capital à la baisse	23/01/2017	↘	4,99 %	3,79 %
Vincent Bolloré par l'intermédiaire des sociétés qu'il contrôle	70% des droits de vote à la hausse	03/02/2017	↗	59,69 %	70,85 %
Société Industrielle et Financière de l'Artois	12%, 14% des droits de vote à la hausse	03/02/2017	↗	14,97 %	14,98 %
Financière de Sainte-Marine	38% des droits de vote à la baisse	03/02/2017	↘	25,78%	37,26%
Vivendi	2%, 4%, 5%, 6%, 8%, 10%, 12%, 14%, 15%, 16%, 18%, 20%, 22%, 24%, 25%, 26%, 28%, 30%, 32%, 33,1/3%, 34%, 36%, 38%, 40%, 42%, 44%, 46%, 48%, 50% 52%, 54%, 56%, 58% du capital et des droits de vote à la hausse	03/07/2017	↗	59,21%	59,19%
Vincent Bolloré par l'intermédiaire des sociétés qu'il contrôle	70%, 68%, 66,2/3%, 66%, 64%, 62%, 60% des droits de vote à la baisse 58%, 56%, 54%, 52%, 50%, 48%, 46%, 44%, 42%, 40%, 38%, 36%, 34%, 33,1/3%, 32%, 30%, 28%, 26%, 25%, 24%, 22%, 20%, 18%, 16% 15%, 14%, 12%, 10%, 8%, 6%, 5% 4%, 2% du capital et des droits de vote à la baisse	03/07/2017	↘	0%	0%
Financière de Sainte-Marine	36%, 34%, 33,1/3%, 32%, 30%, 28%, 26% des droits de vote à la baisse 25%, 24%, 22%, 20%, 18%, 16%, 15%, 14%, 12%, 10%, 8%, 6%, 5%, 4%, 2% du capital et des droits de vote à la baisse	03/07/2017	↘	0%	0%

Société déclarante	Date du franchissement de seuil statutaire ou légal déclaré	Date		% capital déclaré	% droits de vote déclaré
Société Industrielle et Financière de l'Artois	14%, 12%, 10%, 8%, 6%, 5%, 4%, 2% du capital et des droits de vote à la baisse	03/07/2017	↘	0%	0%
Compagnie du Cambodge	12%, 10% du capital à la baisse 8%, 6%, 5%, 4%, 2% du capital et des droits de vote à la baisse	03/07/2017	↘	0%	0%
Bolloré SA	8%, 6% des droits de vote à la baisse 5%, 4%, 2% du capital et des droits de vote à la baisse	03/07/2017	↘	0%	0%
Credit Suisse	2% du capital à la hausse	14/07/2017	↗	2,21%	1,61%
Credit Suisse	2% du capital à la baisse	02/08/2017	↘	1,23%	1,23%
Syquant Capital	5% du capital et des droits de vote à la hausse	28/08/2017	↗	5,27%	5,27%

7.5 Liste 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 et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote

À la connaissance de la Société, à la date du Projet de 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 la Société

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

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

En vertu de l'article 15 de ses statuts, la Société est administrée par un conseil d'administration composé de trois (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.

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

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

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

7.8.2 Règles applicables à la modification des statuts de la Société

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

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

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

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.

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 :

Date de l'assemblée générale	Nature de l'autorisation/délégation	Durée	Montants utilisés	Montant autorisé et plafond global
10 mai 2017 (19ème résolution)	Délégation de compétence au Conseil d'administration pour augmenter le capital social au profit des adhérents à un plan d'épargne d'entreprise avec suppression du droit préférentiel de souscription	26 mois	Néant	3 % maximum du capital social Plafond doublement limité : d'une part, par un montant maximum cumulé de 3 % pour les autorisations au titre des 19ème et 20ème résolutions et d'autre part par une imputation de ce plafond de 3 % sur le plafond global de 70 millions d'euros prévu à la 17e résolution de l'AG du 10 mai 2016
10 mai 2017 (20ème résolution)	Délégation de compétence à donner au Conseil d'administration pour augmenter le capital social au profit de catégories de bénéficiaires avec suppression du droit préférentiel de souscription dans le cadre d'une opération d'actionnariat salarié	18 mois	Néant	3 % maximum du capital social Plafond doublement limité : d'une part, par un montant maximum cumulé de 3 % pour les autorisations au titre des 19ème et 20ème résolutions et d'autre part par une imputation de ce plafond de 3 % sur le plafond global de 70 millions d'euros prévu à la 17e résolution de l'AG du 10 mai 2016
10 mai 2017 (17ème résolution)	Autorisation donnée au Conseil d'administration pour acquérir les actions de la Société	18 mois	Néant	9,53 % maximum du capital social Dans la limite d'un nombre maximum de 40 millions d'actions.
10 mai 2017 (18ème résolution)	Autorisation donnée au Conseil d'administration pour réduire le capital par annulation des actions précédemment rachetées dans le cadre d'un programme de rachat d'actions	26 mois	Néant	10 % du capital social par périodes de 24 mois
10 mai 2016 (17ème	Délégation de compétence à donner au Conseil d'administration pour décider l'augmentation du capital social, par	26 mois	Néant	Montant nominal maximal d'augmentation de capital :

Date de l'assemblée générale	Nature de l'autorisation/délégation	Durée	Montants utilisés	Montant autorisé et plafond global
résolution)	émission 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			70 millions d'euros Montant nominal maximal des titres de créance : 400 millions d'euros
10 mai 2016 (18ème résolution)	Délégation de compétence à donner au Conseil d'administration à l'effet de décider l'augmentation du capital social par incorporation de primes, réserves, bénéfices ou autres	26 mois	Néant	Montant nominal maximal d'augmentation de capital : 70 millions d'euros
10 mai 2016 (19ème résolution)	Délégation de pouvoirs donnée au conseil d'administration pour augmenter le capital social en rémunération d'apports en nature portant sur des titres de capital ou des valeurs mobilières donnant accès au capital	26 mois	Néant	Dans la limite de 10% du capital de la Société à quelque moment que ce soit.

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

Havas a émis un emprunt obligataire sous forme de placement privé en euros en juillet 2013, d'un montant nominal total de 100.000.000 euros, ainsi qu'un emprunt obligataire en décembre 2015 d'un montant nominal total de 400.000.000 euros, lesquels contiennent, comme les autres emprunts d'Havas, une clause de remboursement anticipé en cas de prise de contrôle. La prise de contrôle signifie le règlement-livraison d'une offre publique à l'issue de laquelle une ou plusieurs personne(s) physique(s) ou morale(s) qui ne ferai(en)t pas partie du Groupe Bolloré, agissant seule ou de concert, vient ou viennent à détenir plus de 50 % du capital ou des droits de vote de l'Émetteur.

Havas procédera à la convocation des assemblées d'obligataires afin de modifier la définition du Groupe Bolloré figurant à l'article 4 (d) (Remboursement anticipé en cas de prise de contrôle) des modalités de l'emprunt obligataire émis le 11 juillet 2013 et de l'emprunt obligataire émis le 8 décembre 2015.

Au 31 décembre 2016, Havas dispose de huit lignes de crédit bilatérales confirmées auprès de banques de premier rang pour un montant total de 510 millions d'euros, dont six lignes représentant un total de 430 millions d'euros comportent une clause de remboursement anticipé obligatoire en cas de changement de contrôle. Havas a obtenu des banques des renonciations à l'exercice des clauses de remboursement anticipé obligatoire en cas de changement de contrôle.

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

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

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

8. INFORMATIONS COMPLÉMENTAIRES CONCERNANT LA SOCIÉTÉ

Le document « Autres Informations » relatif aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la Société, lequel est requis au titre de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, sera déposé auprès de l'AMF et mis à la disposition du public, sans frais, au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. Ce document sera disponible sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et d'Havas (www.havasgroup.fr), et pourra être obtenu sans frais au siège social d'Havas, 29/30 quai de Dion Bouton, 92800 Puteaux.

9. PERSONNE ASSUMANT LA RESPONSABILITÉ DU PROJET DE NOTE EN RÉPONSE

« *A ma connaissance, les données du présent Projet de Note en Réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée.* »

Monsieur Yannick Bolloré,

Président-Directeur Général

ANNEXE RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Cabinet Didier Kling & Associés

RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

DANS LE CADRE D'UNE OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE HAVAS

1er septembre 2017

Didier Kling & Associés
28 Avenue Hoche
75008 Paris

Le Cabinet Didier Kling & Associés a été désigné par le Conseil d'administration de la société HAVAS (ci-après « HAVAS » ou la « Cible » ou la « Société ») en date du 8 juin 2017 en qualité d'expert indépendant en vue d'apprécier le caractère équitable des conditions financières de l'offre publique d'achat simplifiée (ci-après l'« Offre » ou l'« OPAS ») visant les actions de la société HAVAS, initiée par la société Vivendi (ci-après « VIVENDI » ou l'« Initiateur »).

L'Initiateur a indiqué son intention de ne pas demander à l'AMF la mise en œuvre de la procédure de retrait obligatoire, ni de demander à Euronext Paris la radiation des actions de HAVAS[1].

Notre intervention s'inscrit dans le cadre de l'article 261-1 du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après « AMF ») qui requiert la désignation d'un expert indépendant, en raison des conflits d'intérêts potentiels au sein du Conseil d'administration que l'Offre est susceptible de générer, et plus spécifiquement de l'alinéa 1, qui vise le cas où « *la société visée est déjà contrôlée au sens de l'article L 233-3 du code de commerce, avant le lancement de l'opération, par l'initiateur de l'offre* ».

Le présent rapport a été établi conformément à l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF et à son instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante, elle-même 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 ci-après. Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents et informations qui nous ont été transmis par la société HAVAS et ses conseils, sans avoir la responsabilité de les valider. Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence.

[1] § 1.2.7. du projet de note d'information.

Sommaire

1. Présentation de l'opération 5
1.1. Sociétés concernées par l'opération 5
1.1.1. Présentation de l'Initiateur de l'Offre - VIVENDI 5
1.1.2. Présentation de la société visée par l'Offre - HAVAS 5
1.2. Termes de l'offre 6
1.2.1. Motifs de l'opération 6
1.2.2. Financement de l'opération 6
2. Présentation de l'Expert Indépendant 6
2.1. Présentation du cabinet Didier Kling & Associés 6
2.2. Liste des missions d'expertise indépendante réalisées 7
2.3. Déclaration d'indépendance 7
2.4. Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers 8
2.5. Rémunération 8
2.6. Moyens mis en œuvre dans le cadre de l'expertise indépendante 8
2.6.1. Programme de travail détaillé 8
2.6.2. Calendrier de l'étude 10
2.6.3. Liste des personnes rencontrées ou contactées 10
2.6.4. Informations utilisées 11
3. Présentation du Groupe HAVAS et de son marché 12
3.1. Organigramme et situation actionnariale du groupe 12
3.2. Présentation de HAVAS 13
3.2.1. Présentation des activités de HAVAS 13
3.2.2. Présentation du marché de HAVAS 14
3.2.3. Présentation des données financières de HAVAS 19
3.3. Analyse SWOT 25
4. Éléments d'appréciation de l'Offre 26
4.1. Données structurant l'évaluation de HAVAS 26
4.1.1 Référentiel comptable 26
4.1.2 Date de l'évaluation 26
4.1.3 Structure du capital et nombre d'actions retenu 26
4.1.4 Ajustement entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres 26
4.1.5 Plan d'affaires 28
4.2. Méthodes d'évaluation et références de valorisation écartées 29
4.2.1 Références et méthodes patrimoniales 29
4.2.2 Référence aux précédentes opérations sur le capital 29

4.2.3 Méthode des multiples de transactions comparables 30
4.2.4 Méthode d'actualisation des dividendes futurs 30
4.3. Méthodes d'évaluation et référence de valorisation retenues 30
4.3.1 Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie 31
4.3.2 La référence à des comparables boursiers 33
4.3.3 La référence au cours de bourse 36
4.3.4 La référence aux objectifs de cours des analystes 38
4.3.5 La référence au prix d'acquisition des actions du Bloc majoritaire 38
4.4. Synthèse des éléments d'appréciation du prix de l'Offre 39
5. Analyse des synergies attendues 40
6. Accords et opérations connexes à l'Offre 40
7. Analyse des éléments de valorisation de la banque présentatrice 40
7.1. Choix des critères d'évaluation 41
7.2. Méthode des DCF 41
7.3. Méthode des comparables boursiers 42
8. Conclusion sur le caractère équitable de l'Offre 43

1. Présentation de l'opération

1.1. Sociétés concernées par l'opération

1.1.1. Présentation de l'Initiateur de l'Offre - VIVENDI

VIVENDI est une société anonyme à Conseil de Surveillance au capital de 7.103.079.005 euros, dont le siège social est situé au 42 avenue de Friedland 75008 Paris.

Elle est immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 343 134 763 et ses actions sont admises aux négociations sur le compartiment A du marché réglementé d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0000127771.

VIVENDI est un groupe intégré dans le domaine des médias, des contenus et de la communication, propriétaire, notamment, d'Universal Music, qui est le leader mondial de la musique, du Groupe Canal+, qui est le leader de la télévision payante en France et de Gameloft, l'un des leaders dans le domaine des jeux vidéo sur mobile.

1.1.2. Présentation de la société visée par l'Offre - HAVAS

HAVAS est une société anonyme à Conseil d'administration au capital de 169.222.321.2 euros, dont le siège social est situé au 29-30 Quai de Dion Bouton 92817 Puteaux CEDEX.

Elle est immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre, sous le numéro 335 480 265 et ses actions sont admises aux négociations sur le compartiment A du marché réglementé d'Euronext Paris sous le code ISIN : FR0000121881.

HAVAS est une des six agences les plus importantes sur le marché du conseil en publicité et communication.

A la suite de l'acquisition par Vivendi d'un bloc hors marché (ci-après le « Bloc ») auprès des sociétés Bolloré, Financière de Sainte-Marine, Société Industrielle et Financière de l'Artois et Compagnie du Cambodge (ci-après les « Cédants » ou le « Groupe Bolloré »), le capital de HAVAS se répartit de la façon suivante :

Tableau 1. Actionnariat d'HAVAS après la cession du Bloc

Actionnaires	Nombre d'actions	% du capital	% des droits de vote
Vivendi	250 497 278	59,21%	59,21%
Conseil d'administration et dirigeants	53 519	0,01%	0,01%
FMR LLC	20 982 086	4,96%	4,96%
Public	151 522 920	35,82%	35,82%
Total	423 055 803	100,0%	100,0%

Source : Note d'opération

1.2. Termes de l'offre

Les termes de l'Offre sont décrits au paragraphe 2.1 du projet de note d'information de la société VIVENDI en date du 29 août 2017.

L'Initiateur s'engage de manière irrévocable à acquérir auprès des actionnaires de HAVAS la totalité de leurs actions **au prix de 9,25 euros par action**.

L'Offre porte sur la totalité des actions existantes de HAVAS non détenues par l'Initiateur à la date du dépôt du projet d'Offre, soit 172.558.525 titres.

Les actions gratuites et de performance attribuées par le Conseil d'administration de HAVAS qui représentent 8.275.360 actions[2] à émettre ne sont pas visées par l'Offre dès lors que ces actions ne seront attribuées et livrées aux bénéficiaires qu'à partir de 2018. Dans l'hypothèse où la liquidité du titre HAVAS serait fortement réduite à l'issue de l'Offre, Vivendi a indiqué qu'elle étudierait les moyens de mettre en place un mécanisme de liquidité pour les bénéficiaires des actions gratuites et de performance, sans que toutefois ce mécanisme ne soit connu à ce jour.

1.2.1. Motifs de l'opération

L'Offre a pour objectif de (i) permettre à VIVENDI de participer au mouvement de convergence entre contenus, distribution et communication et (ii) donner des moyens financiers nouveaux à HAVAS pour se développer dans son secteur.

Plus spécifiquement, l'Initiateur estime que l'opération permettra de combiner la connaissance du consommateur et des annonceurs de Havas avec la richesse des contenus développés par Vivendi. Ainsi, Vivendi sera en mesure de mieux monétiser son patrimoine en trouvant de nouvelles sources de revenus, de nouveaux usages ou des expériences inédites autour de ses contenus, de ses plateformes de distribution ainsi que de ses artistes et de leurs fans. A titre d'exemple, l'Initiateur estime que Vivendi et Havas pourraient développer leur collaboration technique de manière à améliorer la collecte et la gestion des données des clients de Canal+, de manière à mieux prédire leur comportement et à améliorer le recrutement et la rétention des abonnés de Canal+.

1.2.2. Financement de l'opération

L'Initiateur prévoit de financer l'Offre sur ses ressources de liquidités disponibles.

2. Présentation de l'Expert Indépendant

2.1. Présentation du cabinet Didier Kling & Associés

Le cabinet Didier Kling & Associés, créé en 1979, est une société d'expertise comptable et de commissariat aux comptes inscrite à l'Ordre des Experts-comptables et à la Compagnie des commissaires aux comptes. Le cabinet Didier Kling & Associés est membre du réseau Crowe Horwath Partenaires, organisation française, membre du réseau Crowe Horwath International.

[2] § 2.2 de la note information et la note 5.2.7 du rapport financier semestriel 2017 de Havas.

L'activité du cabinet se répartit entre : audit légal, opérations d'apports-fusions, expertise judiciaire, arbitrage, assistance dans le cadre de litiges, évaluation financière et expertise indépendante.

Le cabinet dispose d'une expérience significative dans les missions d'opinion concernant des sociétés cotées. Les moyens techniques nécessaires à ces missions comprennent notamment les abonnements à plusieurs bases de données financières.

La présente mission a été réalisée par Didier Kling et Anne Nouquati, tous deux associés signataires, assistés par :

- Romain Pilot, directeur de mission,
- ainsi que par deux analystes du cabinet.

La revue indépendante a été effectuée par Hugues Morize, associé.

2.2. Liste des missions d'expertise indépendante réalisées

Les missions d'expertise indépendante, au sens du Titre VI Livre II du Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers, réalisées par le cabinet Didier Kling & Associés au cours des dernières années sont résumées ci-après :

Tableau 2. Liste des missions d'expertises indépendantes réalisées par le cabinet Didier Kling & Associés

Date	Cible	Initiateur	Type d'offre
juin-2017	PCAS	Novacap	Offre publique d'achat
juin-2016	Foncière de Paris SIIC	Gécina	Offre publique mixte
déc-2013	Assystem	HDL Dévelopment	Offre publique d'achat
mars-2013	Rue du Commerce	Altacom	OPR suivie d'un RO
mars-2013	MRM		Augmentation de capital réservée

2.3. Déclaration d'indépendance

Le cabinet Didier Kling & Associés et ses associés n'ont pas de conflit d'intérêts et sont indépendants des sociétés concernées par le projet d'Offre, objet du présent rapport, au sens de l'article 261-4 du Règlement général de l'AMF et de l'instruction AMF 2006-08 du 25 juillet 2006.

Le cabinet Didier Kling & Associés et ses associés :

- n'entretiennent pas de lien juridique ou en capital avec les personnes concernées par l'opération ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- n'ont conseillé aucune des sociétés concernées par l'opération, ou toutes personnes que ces sociétés contrôlent, au sens de l'article L.233-3 du Code de commerce au cours des dix-huit derniers mois ;
- n'ont procédé à aucune évaluation de la société HAVAS au cours des dix-huit derniers mois ;
- ne détiennent aucun intérêt dans la réussite de l'opération, une créance ou une dette sur l'une quelconque des personnes concernées par l'opération ou sur l'une quelconque des personnes contrôlées par les personnes concernées par l'opération.

Dès lors, il n'y a pas de situation de conflit d'intérêts avec les sociétés concernées par l'Offre, au sens de l'article 261-4 du Règlement général de l'AMF et de l'instruction AMF 2006-08 du 25 juillet 2006.

Nous rappelons toutefois que par décision de l'associé unique de la société Banijay Group Holding en date du 15 mai 2017, Madame Dominique Mahias a été désignée, à titre personnel, en qualité de commissaire aux apports, dans le cadre de l'opération d'apports de la participation minoritaire (26%) de la société Vivendi Contents, filiale à 100% du groupe Vivendi, dans le capital de la société Banijay Group.
La mission légale confiée à Madame Dominique Mahias, associée du cabinet, est intervenue dans un délai inférieur à 18 mois mais n'apparait pas visée dans la liste qui précède, dans la mesure où elle ne constitue pas une évaluation, au sens strict, mais a conduit à exprimer un avis sur la valeur des apports issue d'une évaluation effectuée par les sociétés ou leurs conseils.
Toutefois, en dépit de cette analyse juridique, le cabinet Didier Kling & Associés a mis en place les mesures suivantes, à titre de mesure de sauvegarde :
- mentionner expressément cette situation dans le rapport d'expertise ;
- écarter l'équipe intervenue lors de la mission évoquée ci-dessus des personnes ayant pris part à la présente mission.
Cette mesure de précaution a également été appliquée pour l'associé du cabinet en charge de la revue indépendante.

2.4. Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers

Le cabinet Didier Kling & Associés est membre de l'association professionnelle des experts indépendants (APEI), reconnue par l'AMF en application des articles 263-1 et suivants de son Règlement général.

2.5. Rémunération

Le montant des honoraires perçus par Didier Kling & Associés au titre de la présente mission est compris dans une fourchette entre 170.000 et 210 000 euros hors taxes et frais annexes à la mission.

2.6. Moyens mis en œuvre dans le cadre de l'expertise indépendante

2.6.1. Programme de travail détaillé

Prise de connaissance et analyse du contexte

- Réunions préparatoires et entretiens avec les interlocuteurs concernés ;
- Prise de connaissance générale ;
- Analyse de l'environnement juridique et fiscal ;
- Revue des délibérations des organes dirigeants.

Préparation de l'évaluation

Analyse des données financières de HAVAS :
- Analyse des règles et méthodes comptables appliquées et du référentiel suivi ;
- Analyse des données financières historiques ;
- Retraitements des comptes en vue de préparer l'évaluation.

Prise de connaissance de l'environnement sectoriel ainsi que des notes des analystes suivant la Société

Analyse de la documentation juridique et financière communiquée relative à l'Offre

Analyse et choix des méthodes d'évaluation à retenir et à écarter

Eléments d'appréciation du prix de l'Offre

Méthodes d'évaluation écartées dans l'évaluation de HAVAS
- Référence à l'actif net comptable ;
- Méthode de l'actif net réévalué ;
- Référence aux précédentes opérations sur le capital de HAVAS ;
- Méthode des transactions comparables ;
- Méthode de l'actualisation des dividendes.

Approche multicritère mise en œuvre dans l'évaluation de HAVAS :
- Référence au cours de bourse :
  - Analyse de la pertinence du critère du cours de bourse (liquidité du titre) ;
  - Calcul des différentes moyennes du cours de bourse.

- Méthode des comparables boursiers :
  - Recherche des comparables boursiers ;
  - Valorisation des comparables en termes de multiples ;
  - Analyse des principaux agrégats financiers des comparables boursiers ;
  - Evaluation de la société par analogie en fonction des multiples retenus.

- Méthode des flux de trésorerie actualisés :
  - Mise en œuvre de la méthode au regard du plan d'affaires (construction des flux, détermination du taux d'actualisation, valorisation de l'action…) ;
  - Analyse de la sensibilité de la méthode en fonction de la variation des principaux paramètres (taux d'actualisation, taux de croissance à l'infini…).

Analyse des éventuelles synergies attendues pour HAVAS :
  - Discussion avec le management de Havas et Vivendi sur l'existence de chiffrage des synergies annoncées dans la note d'information ;
  - Recherche de notes d'analystes financiers traitant de leur estimation des synergies pour Havas ;
  - Recherche des données sur les synergies annoncées lors d'opérations de rapprochement dans le secteur de Havas.

Synthèse sur l'appréciation du prix de l'Offre

- Mise en regard des différentes méthodes pour vérifier la cohérence des résultats et la détermination de fourchettes de valeurs ;
- Appréciation du prix de l'Offre au regard des travaux réalisés ;
- Conclusion sur le caractère équitable des conditions financières de l'opération envisagée.

Analyse critique des travaux d'évaluation réalisés par la Banque présentatrice

Entretien avec les administrateurs indépendants de Havas sur les résultats de nos travaux

Revue indépendante

Emission du rapport de l'expert indépendant

2.6.2. Calendrier de l'étude

Le Conseil d'administration de HAVAS a nommé le cabinet Didier Kling & Associés en qualité d'expert indépendant lors de sa séance en date du 8 juin 2017.

Notre mission s'est déroulée du 9 juin au 31 août 2017. Les principaux points d'étape ont été les suivants :

- du 9 juin au 20 juin 2017 : prise de connaissance, analyse du contexte de l'opération, examen et analyse de la documentation reçue ;
- 21 juin 2017 : réunion avec la direction pour nous présenter notamment, son activité, ses derniers états financiers, son plan d'affaires et ses perspectives de développement ;
- 21 juin 2017 : réunion avec les Banques présentatrices (BNP Paribas et Natixis) afin de nous présenter leurs travaux d'évaluation ;
- 28 juin 2017 : entretien avec la direction financière de Havas sur les états financiers et les hypothèses de construction du plan d'affaires ;
- du 29 juin au 30 août 2017 : préparation de l'évaluation et mise à jour de nos travaux au regard de la publication des comptes semestriels 2017 ainsi que la poursuite des entretiens avec la direction des relations avec les investisseurs et avec la direction financière;
- 31 août 2017 : présentation des travaux de l'expert indépendant aux administrateurs indépendants de Havas ;
- 1er septembre 2017 : présentation des travaux de l'expert indépendant au Conseil d'administration ;
- 1er septembre 2017 : remise du rapport d'expertise indépendante.

Au cours de cette mission, les échanges ont pu être effectués lors de réunions de travail et également par courriels ou entretiens téléphoniques.

2.6.3. Liste des personnes rencontrées ou contactées

Nos principaux interlocuteurs ont été les suivants :

- **HAVAS**

Monsieur Michel Dobkine, Secrétaire général
Monsieur François Laroze, Directeur financier
Madame Nathalie Pauchet, Directrice juridique
Madame Aurélie Jolion, Directrice des relations avec les investisseurs
Monsieur Yves Cannac, Administrateur indépendant
Monsieur Patrick Soulard, Administrateur indépendant

- **VIVENDI**

Monsieur Hervé Philippe, Directeur Financier

- **BNP Paribas, Banque présentatrice**

Monsieur Christophe Jalinot, Managing Director
Monsieur Jean-Pascal Tortel, Vice President

- **Natixis, Banque présentatrice**

Monsieur Georges Chabenne, Managing Director
Monsieur Thomas Laroque, Executive Director

2.6.4. Informations utilisées

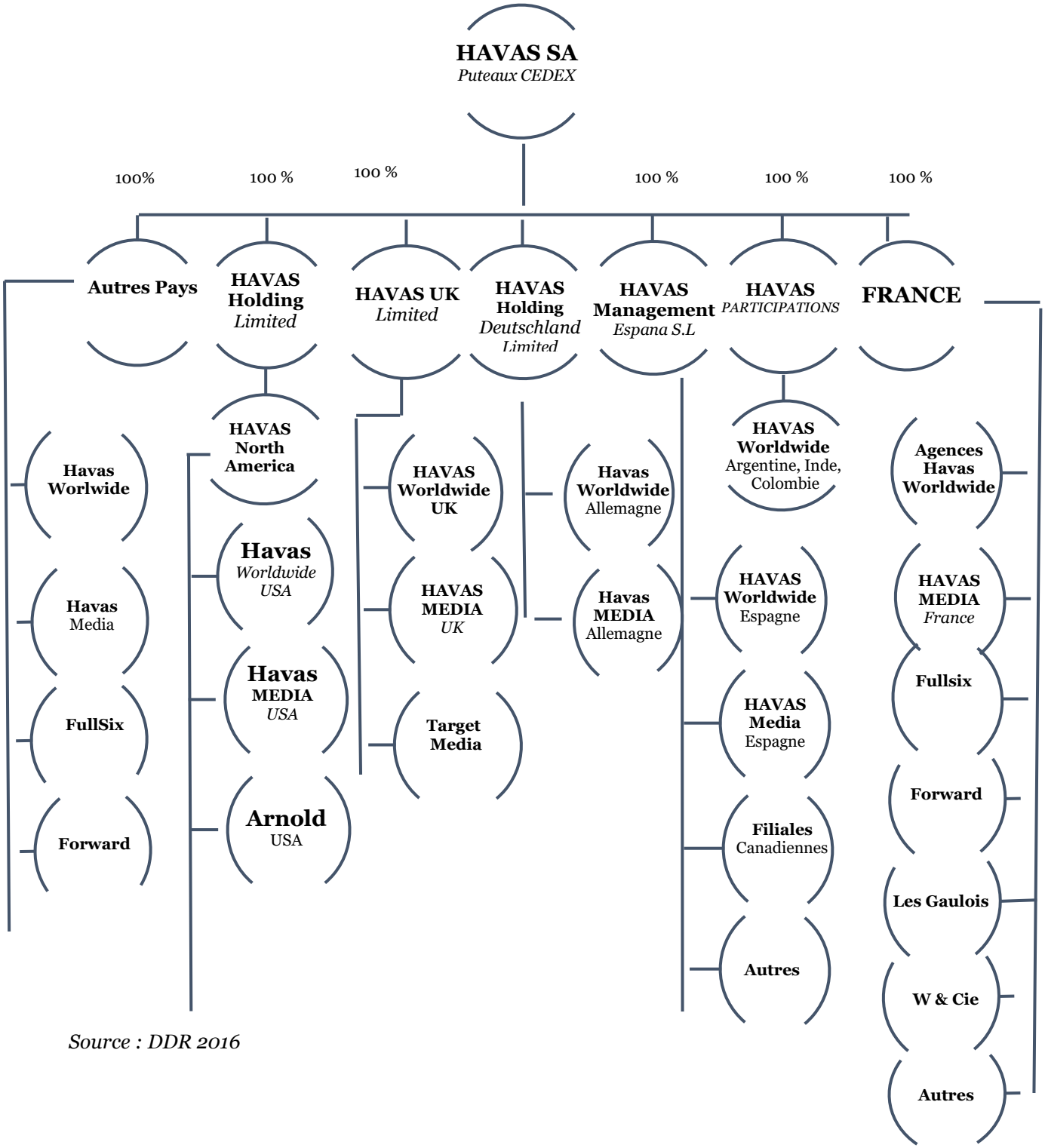
Les informations significatives utilisées dans le cadre de notre mission ont été de plusieurs natures :

- les comptes annuels et consolidés au 31 décembre 2016 de HAVAS certifiés par les commissaires aux comptes ;
- les comptes semestriels consolidés au 30 juin 2017 de HAVAS, attestés par les commissaires aux comptes ;
- le document de référence (DDR) au titre de l'année 2016 et les informations réglementées disponibles sur le site Internet de la Société HAVAS ;
- la documentation juridique de la Société HAVAS ;
- Le rapport d'évaluation établi en juin 2017 et sa mise à jour en août 2017 par les Banques présentatrices ;
- les projets de note d'information et de note en réponse déposés auprès de l'AMF par les sociétés concernées par l'Offre ;
- le plan d'affaires 2017-2020 préparé par le management de HAVAS ;
- le budget 2017 approuvé par le Conseil d'administration de HAVAS ;
- les résultats des travaux de due diligence mis en œuvre par les conseils de VIVENDI ;
- la lettre d'offre de Vivendi présentée au Conseil d'administration de HAVAS du 11 mai 2017 ;
- le contrat d'acquisition conclu par VIVENDI avec le Groupe Bolloré ;
- le rapport sur les conditions financières de l'opération réalisé par Rothschild & Cie pour le Conseil de surveillance de Vivendi ;
- des études et notes publiées par les analystes financiers au cours de l'exercice 2016-2017 ;
- des informations de marché diffusées par Bloomberg et Thomson Reuters ;
- des données financières publiées par les sociétés du secteur ;
- des informations sur des transactions intervenues sur le secteur, identifiées par Bloomberg et Thomson Reuters.

3. Présentation du Groupe HAVAS et de son marché

3.1. Organigramme et situation actionnariale du groupe

L'organigramme de HAVAS au 31 décembre 2016 est le suivant :



Source : DDR 2016

3.2. Présentation de HAVAS

Le Groupe Havas se caractérise :

- sur le plan actionnarial : par une stabilité de son actionnariat majoritaire depuis 2004 année de prise de contrôle par le groupe Bolloré qui détenait, jusqu'à la cession de la totalité de sa participation en juin dernier à Vivendi, plus de 60% du capital de Havas.

- sur son marché : par un bon positionnement en tant que sixième groupe mondial dans le secteur de la publicité et du conseil en communication après Omnicom, WPP, Publicis, Interpublic Group et Dentsu.

- sur le plan de son activité : par une intégration horizontale de ses deux principales activités en créant depuis 2013 des villages regroupant les équipes créatives et média afin de favoriser les synergies, la création et le développement d'offres intégrées pour ses clients.

3.2.1. Présentation des activités de HAVAS

Jusqu'à la fin de l'année 2016, les activités de Havas étaient organisées en deux divisions : Havas Creative Group et Havas Media Group. Depuis mars 2017, une troisième division dédiée aux clients dans le domaine de la santé a été créée.

Havas Creative Group, qui représentait 63% du chiffre d'affaires du groupe en 2016, est la division dédiée à la **création**. Les agences créatives imaginent et produisent les publicités destinées à être diffusées dans les médias. Leur rôle implique une compréhension du comportement des consommateurs, du produit ou du service offert, du marché, de la concurrence et plus spécifiquement des cibles visées par l'annonceur au cours d'une campagne.

Cette division intègre le réseau Havas Worldwide, Arnold Worldwide ainsi que des agences de communication à forte identité locale comme W&Cie et Les Gaulois.

Havas Media Group, qui représentait 37% du chiffre d'affaires du groupe en 2016, regroupe les activités de **média planning** et **d'achat d'espace**.

Le média planning consiste à évaluer le potentiel offert par les différents médias pour mettre en avant un produit ou un service et à déterminer le moyen le plus efficace pour délivrer un message aux consommateurs.

L'achat d'espace consiste de son côté à acheter des espaces publicitaires sur les différents médias pour le compte de ses clients, en profitant de l'effet de taille permis par la mutualisation des besoins d'un ensemble d'annonceurs, et à vérifier que les campagnes de ses clients obtiennent la visibilité attendue.

HAVAS a développé comme ses concurrents des **activités numériques** (création de sites Internet, optimisation de la recherche de mots clés, création publicitaire et communication sur l'Internet fixe ou mobile…). Celles-ci ont cependant deux particularités : HAVAS n'a procédé à **aucune grande acquisition** pour les développer et elles sont fortement **intégrées à ses autres activités**.

A cet égard, HAVAS est sans doute le groupe qui a cherché, le plus tôt, à **intégrer** l'ensemble de ses activités pour présenter des offres globales à ses clients grâce à sa stratégie de création de Villages[3].

[3] Par exemple, Publicis n'a lancé sa stratégie « Power of One », visant à briser les barrières entre ses différentes activités, qu'en décembre 2015.

3.2.2. Présentation du marché de HAVAS

L'activité des agences publicitaires et de conseil en communication dépend :

- de l'évolution des dépenses publicitaires,
- de la part de ces dépenses versée aux agences,
- de l'élargissement de leurs métiers et,
- de l'irruption de nouveaux concurrents.

Durant les prochaines années, les agences publicitaires devraient continuer à bénéficier de la poursuite de la croissance des dépenses publicitaires mais devraient affronter un contexte plus défavorable en matière de marge opérationnelle.

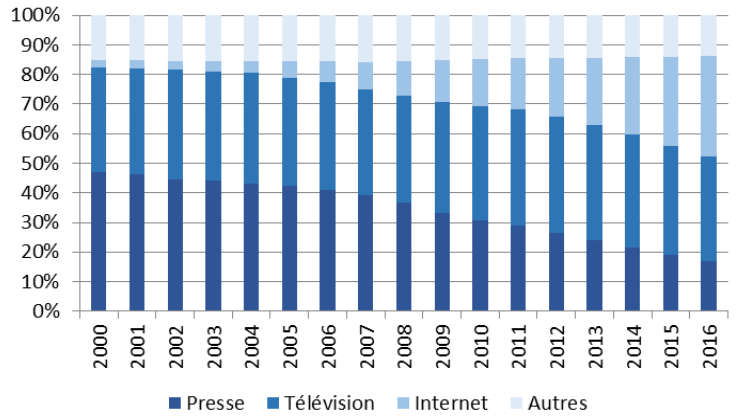
a) Depuis le début du siècle, les dépenses publicitaires ont été en croissance grâce au développement d'Internet et des pays émergents…

Les dépenses publicitaires ont enregistré une **croissance dynamique** depuis le début du siècle dans la mesure où elles ont progressé à un rythme annuel moyen de 2,9% entre 2000 et 2016.

Toutefois, cette croissance résulte pour l'essentiel du développement des dépenses publicitaires sur **Internet** (fixe et mobile) et dans les **pays émergents**.

Ainsi l'Internet représentait en 2016[4] 34% des dépenses des annonceurs contre 2% en 2000. Parallèlement, la croissance des dépenses publicitaires hors Internet a été limitée à 0,4% par an entre 2000 et 2016.

Graphique 1. Evolution de la part des différents médias dans les dépenses publicitaires entre 2000 et 2016



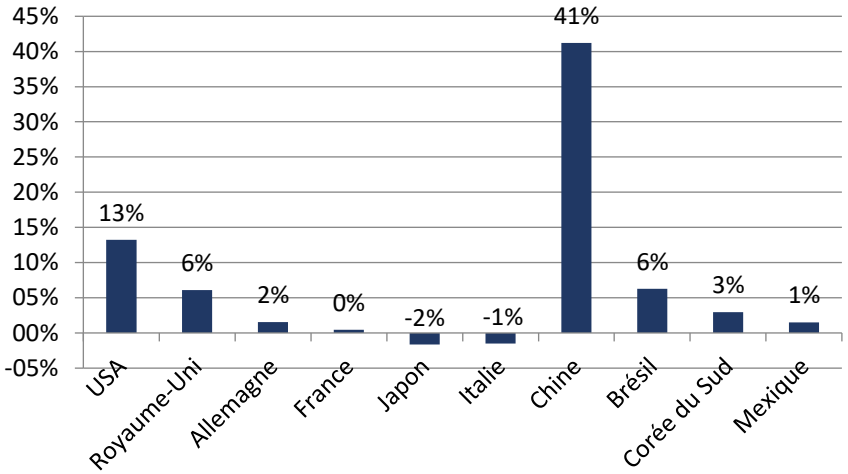
Source : ZenithOptimédia

Quant au poids croissant des pays émergents dans le développement des marchés publicitaires, il peut être illustré avec l'exemple de la Chine qui a contribué à hauteur de 41% à la croissance du marché mondial entre 2006 et 2016.

[4] A noter que cette évolution s'est réalisée essentiellement au détriment de la presse (quotidiens et magazines) alors que le poids de la télévision dans les dépenses publicitaires est resté quasiment identique sur la période. Néanmoins, les chaînes de télévision historique ont eu à souffrir d'une explosion du nombre de chaînes et de la fragmentation des audiences.

Cependant, on observe que les pays développés ont contribué de manière très disparate à la croissance du marché mondial. Ainsi, tandis que les Etats-Unis et le Royaume-Uni contribuaient respectivement à hauteur de 13% et 6% à la croissance du marché mondial entre 2006 et 2016, les marchés japonais et italien reculaient comme le démontre le graphique suivant.

Graphique 2. Contribution des différents pays à la croissance des dépenses publicitaires entre 2006 et 2016



Source : ZenithOptimédia

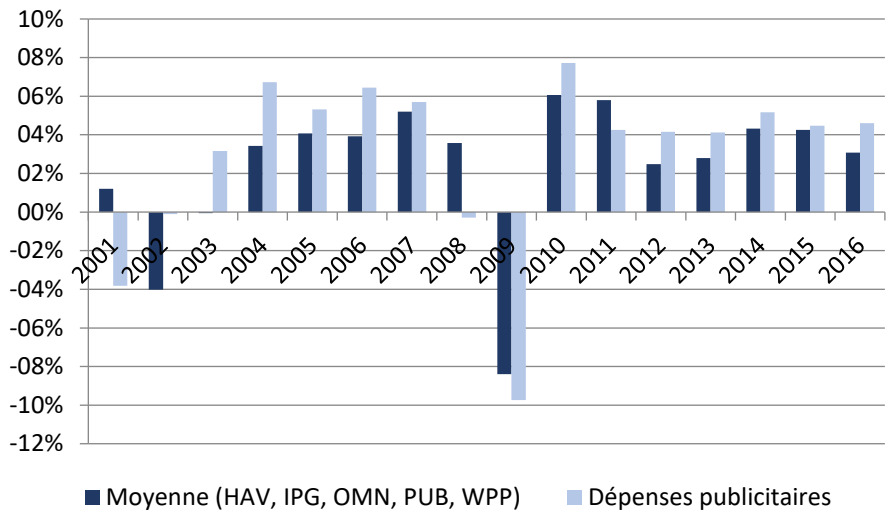
Il convient néanmoins de rappeler que les dépenses publicitaires ont un caractère fortement **cyclique** (cf. graphique 3). En considération de leur nature discrétionnaire, les entreprises réduisent fortement leurs dépenses publicitaires pendant les périodes de ralentissement économique en dépit des risques de pertes de parts de marché.

b) ...toutefois la part des dépenses publicitaires appréhendée par les agences a été sous pression...

Les agences publicitaires sont rémunérées par les annonceurs sous forme d'honoraires fixes, par exemple pour le travail de création et d'un pourcentage des dépenses publicitaires ou pour l'achat d'espace.

Le chiffre d'affaires des agences publicitaires est donc fortement lié à celui des dépenses publicitaires bien que cette corrélation puisse se manifester avec un certain délai en période de crise (voir par exemple les années 2001 ou 2009 dans le graphique 3) ou de reprise (voir par exemple l'année 2003 dans le graphique 3).

Graphique 3. Comparaison de l'évolution des dépenses publicitaires et de la croissance du chiffre d'affaires des principales agences publicitaires (Havas, IPG, Omnicom, Publicis et WPP)



Source : ZenithOptimedia, données financières publiées par Havas, IPG, Omnicom, Publicis et WPP

La part des dépenses publicitaires appréhendée par les agences publicitaires varie dans le temps et est soumise actuellement à des influences contradictoires.

Le principal facteur favorable aux agences réside dans la fragmentation de l'audience des médias sous l'effet de l'émergence d'Internet et des réseaux sociaux et de la multiplication des chaînes de télévision.

Ce phénomène de fragmentation des audiences multiplie les formats dans lesquels un message publicitaire peut être délivré. Il renforce également le besoin de conseil des annonceurs qui doivent arbitrer entre un plus grand nombre de médias possibles et s'assurer de l'efficacité des nouveaux supports mis à leur disposition. Un tel contexte suscite également la création de nouveaux services comme le programmatique, c'est-à-dire la gestion automatisée des espaces publicitaires.

Par contre, les agences publicitaires subissent une pression tarifaire liée :

- à l'inéluctable banalisation des prestations liées au digital au fur et à mesure où les annonceurs maîtrisent ces innovations,

- à l'accroissement du rythme de revue des budgets publicitaires, et

- au manque de croissance de leurs clients qui cherchent dès lors à maitriser tous leurs postes de charges pour maintenir leurs marges.

En outre, les agences publicitaires doivent faire face au risque de désintermédiation de certains de leurs métiers, en particulier dans l'achat d'espace. Certains de leurs clients peuvent être tentés d'acheter directement leurs espaces publicitaires aux géants d'Internet (Google, Facebook…) ou de mettre en place leurs propres plateformes dans le domaine du programmatique.

La part des dépenses publicitaires appréhendée par les agences publicitaires a ainsi vraisemblablement diminué ces dernières années dans la mesure où le chiffre d'affaires des principales agences publicitaires (WPP, Omnicom, Publicis, IPG, Havas – cf. graphique 3) a

progressé en moyenne moins vite (+2,3% entre 2000 et 2016) que les dépenses publicitaires (+2,9% entre 2000 et 2016[5]).

c) ...et les agences publicitaires sont confrontées aujourd'hui à un effet contradictoire entre l'élargissement de leurs métiers et l'irruption de nouveaux concurrents...

L'une des principales opportunités mais également l'un des principaux défis des agences publicitaires résident dans l'utilisation des données des consommateurs disponibles en temps réel (données de géolocalisation, historique de navigation sur Internet, historique des achats, temps passé par un consommateur à visionner une publicité...) pour optimiser les campagnes publicitaires.

Cette évolution représente une opportunité dans la mesure où elle permet aux agences publicitaires de travailler sur des métiers proches du conseil (conseil dans la transformation digitale des entreprises) ou des services informatiques (prestations pour permettre l'intégration des données recueillies par les annonceurs sur leurs consommateurs dans leur démarche marketing et publicitaire). Ces nouvelles prestations permettent donc potentiellement d'appréhender une partie des honoraires de conseil et de services informatiques dépensés par les annonceurs.

Toutefois, cette évolution est également une source de risque de sorte que les acteurs du conseil et des services informatiques sont susceptibles de faire concurrence aux agences publicitaires dans leurs métiers traditionnels.

A cet égard, il est souvent observé que les filiales d'Accenture, Alliance Data Systems Corp, IBM et Deloitte, c'est-à-dire des acteurs des métiers du conseil et /ou des services informatiques, figurent dans le top 5 des agences de marketing digital[6].

Compte tenu de la complexité de la dynamique entre élargissement des métiers des agences publicitaires et irruption de nouveaux concurrents, les observateurs sont aujourd'hui partagés quant à l'impact à long terme de ces évolutions contradictoires sur l'activité des agences publicitaires.

d) ...à moyen terme, elles devraient bénéficier de dépenses publicitaires toujours dynamiques...

L'institut ZenithOptimedia estime que les **dépenses publicitaires devraient rester dynamiques sur l'horizon de trois ans** sur lequel il effectue des prévisions. Ainsi, les dépenses publicitaires devraient croître en moyenne de 3,9% entre 2016 et 2019.

e) ...mais leurs marges seront sous pression...

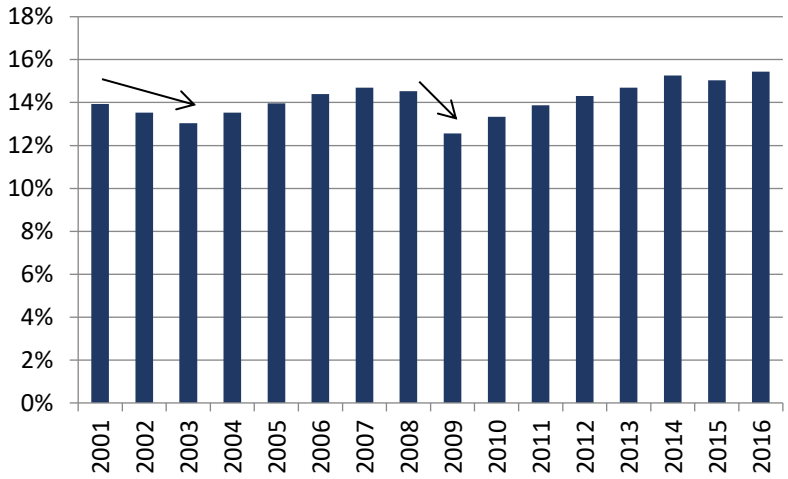
Le taux de marge opérationnel des agences publicitaires est cyclique comme l'illustre le graphique suivant lors des crises de 2001 / 2003 et de 2008 / 2009.

---

5 Le graphique précédent permet d'observer que le taux de croissance moyen du chiffre d'affaires des principales agences publicitaires a été inférieur à celui des dépenses publicitaires tous les ans, sauf les années de récession des dépenses publicitaires compte tenu de l'effet de décalage entre les dépenses publicitaires et les facturations des agences décrit précédemment.

6 Voir par exemple, JP Morgan, Advertising 101: A Primer with Focus on the 2017 Outlook, 22 mars 2017, page 86.

Graphique 4. Evolution du taux de marge opérationnel moyen des principales agences publicitaires hors IPG[7] (Omnicom, WPP, Publicis, Havas) sur la période 2001-2016



Source : Note d'Oddo du 16 janvier 2017, rapports financiers d'Omnicom, WPP, Publicis, IPG et Havas

Du reste le caractère cyclique du taux de marge opérationnel des agences publicitaires est moins important que ce qu'on pourrait attendre au regard de la sensibilité du volume des dépenses publicitaire à la conjoncture économique.

Au surplus, les agences publicitaires ont un **levier opérationnel[8] réduit** grâce (i) au fort turn-over de leur personnel, (ii) à la part des bonus dans les frais de personnel, (iii) au recours aux freelances et (iv) aux politiques d'optimisation des charges fixes, notamment par la réduction des loyers.

Sur la période 2001 / 2016, la marge moyenne des principales agences (hors IPG) a donc évolué dans un **couloir relativement étroit** avec une moyenne de 14,1%, un minimum de 12,6% et un maximum de 15,4%.

La seconde observation que l'on peut faire concernant le taux de marge des principales agences publicitaires est qu'il a atteint en 2016 le **plus haut niveau historique**.

Bien que l'on ne puisse pas exclure sa progression, le taux de marge opérationnel des entreprises est souvent soumis à un **effet de retour à la moyenne**. Dans le cas d'espèce, un certain nombre de facteurs militent pour une réduction du taux de marge opérationnel des agences publicitaires à moyen terme :

- la pression tarifaire exercée par les clients, notamment au travers des revues de budget plus fréquents ;
- la banalisation progressive des services proposés dans le domaine digital ;
- l'entrée sur le marché de nouveaux concurrents ;
- la hausse des coûts salariaux liée aux développements de services plus technologiques, domaine dans lequel le marché du travail est tendu.

7 Nous avons exclu de cette analyse IPG dans la mesure où cet acteur a enregistré sur les années 2005 et 2006 d'importantes difficultés puis une période de redressement qui n'est pas représentative des effets de cycle subis par les agences publicitaires.

8 Le levier opérationnel mesure la sensibilité du résultat opérationnel à une variation du chiffre d'affaires. Un faible levier opérationnel signifie que le résultat opérationnel d'une société est peu sensible à une variation de son chiffre d'affaires, ce qui suppose que sa structure de coûts est composée d'une part importante de coûts variables.

3.2.3. Présentation des données financières de HAVAS

a) Une activité en croissance à long terme dont la profitabilité rejoint la moyenne de ses pairs

Le tableau suivant synthétise les principaux agrégats du compte de résultat de HAVAS sur la période 2008 / 2016 soit approximativement sur la durée d'un cycle économique.

Tableau 3. Compte de résultat simplifié de HAVAS sur la période 2008 / 2016

En M€	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2008-16
										TCAM
Revenus	**1 568**	**1 441**	**1 558**	**1 656**	**1 792**	**1 772**	**1 865**	**2 188**	**2 276**	
Croissance	*2,3%*	*-8,1%*	*8,1%*	*6,3%*	*8,2%*	*-1,1%*	*5,2%*	*17,3%*	*4,0%*	*4,8%*
Croissance organique	*4,7%*	*-7,9%*	*3,5%*	*5,9%*	*2,1%*	*1,0%*	*5,1%*	*5,1%*	*3,1%*	*2,2%*
										Evolution
Charges de personnel	-975	-888	-961	-1 009	-1 101	-1 096	-1 138	-1 339	-1 419	
En % du CA	*-62,2%*	*-61,6%*	*-61,7%*	*-60,9%*	*-61,4%*	*-61,9%*	*-61,0%*	*-61,2%*	*-62,3%*	*-0,2%*
Autres charges	-405	-371	-393	-426	-448	-433	-464	-535	-529	
En % du CA	*-25,8%*	*-25,7%*	*-25,2%*	*-25,7%*	*-25,0%*	*-24,4%*	*-24,9%*	*-24,5%*	*-23,2%*	*2,6%*
QP stés mises en équivalence	0	1	0	1	1	2	0	1	1	
										Evolution
EBITDA	**231**	**222**	**240**	**257**	**282**	**286**	**302**	**361**	**375**	
En % du CA	*14,7%*	*15,4%*	*15,4%*	*15,5%*	*15,7%*	*16,1%*	*16,2%*	*16,5%*	*16,5%*	*1,7%*
										Evolution
Résultat opérationnel courant	**188**	**183**	**204**	**222**	**244**	**245**	**263**	**315**	**329**	
En % du CA	*12,0%*	*12,7%*	*13,1%*	*13,4%*	*13,6%*	*13,8%*	*14,1%*	*14,4%*	*14,5%*	*2,5%*
Autres produits et charges	1	-30	-20	-23	-21	-19	-18	-22	-32	
										Evolution
Résultat opérationnel	**189**	**153**	**184**	**199**	**223**	**226**	**245**	**293**	**297**	
En % du CA	*12,1%*	*10,6%*	*11,8%*	*12,0%*	*12,4%*	*12,8%*	*13,1%*	*13,4%*	*13,0%*	*1,0%*

Source : Documents de référence HAVAS

Les revenus de HAVAS ont affiché une croissance soutenue sur la période 2008 / 2016 (+4,8% en moyenne) en dépit de la récession intervenue en 2008 /2009. Toutefois, cette performance est à nuancer au regard des éléments suivants :

1/ La **croissance organique de HAVAS (**2008 / 2016) **a été limitée à +2,2%** et s'est révélée légèrement inférieure à la moyenne de celle de ses concurrents (+2,5%).

2/ HAVAS a affiché une forte croissance organique, notamment par rapport à celle de ses concurrents, sur ces trois dernières années (2014 / 2016). Une telle dynamique de surperformance pourrait s'estomper sur le **long terme**[9].

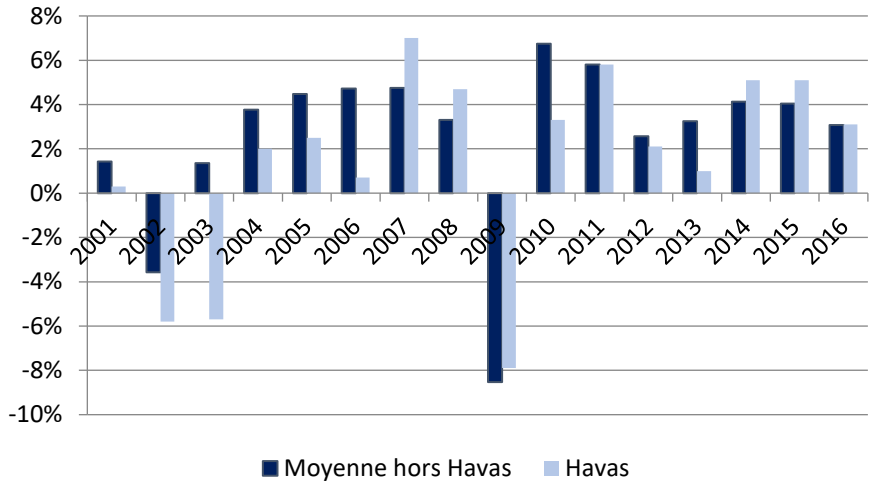
[9] Une analyse empirique de la possibilité pour une entreprise d'enregistrer une surperformance à long terme a été effectuée dans l'article de Chan, L.K.C., Karceski, J., Lakonishok, J., *The Level and Persistence of Growth Rates, The Journal of Finance, Vol. LVIII n°2 avril 2003*. Ils en concluent qu'il s'agit d'un phénomène très rare en l'exprimant dans les termes suivants : « *While some firms have grown at high rates historically, they are relatively rare instances. There is no persistence in long-term earnings growth beyond chance, and there is low predictability even with a wide variety of predictor variables* ».

La stratégie « *Together* », consistant notamment à proposer des offres intégrées aux clients, a indéniablement profité à HAVAS ces dernières années. Cependant, elle est aujourd'hui mise en œuvre par ses concurrents.

Plus généralement, l'avantage concurrentiel obtenu à un moment donné par une agence publicitaire du fait d'une innovation organisationnelle (comme intégrer plus fortement ses différentes compétences) ou produit (comme le programmatique) peut être copié relativement rapidement par un concurrent. Dès lors, il paraît difficile de maintenir cette surperformance durablement.

Le graphique ci-dessous illustre cette analyse. Il montre en effet que HAVAS avait déjà obtenu une performance supérieure à celle de ses principaux concurrents sur une période de 3 ans entre 2007 et 2009. Cependant, celle-ci a été suivie par une période de sous-performance de 4 ans entre 2010 et 2013.

Graphique 5. Comparaison de la croissance organique de HAVAS avec la croissance organique moyenne de ses principaux concurrents (Omnicom, WPP, Publicis, IPG) entre 2001 et 2016

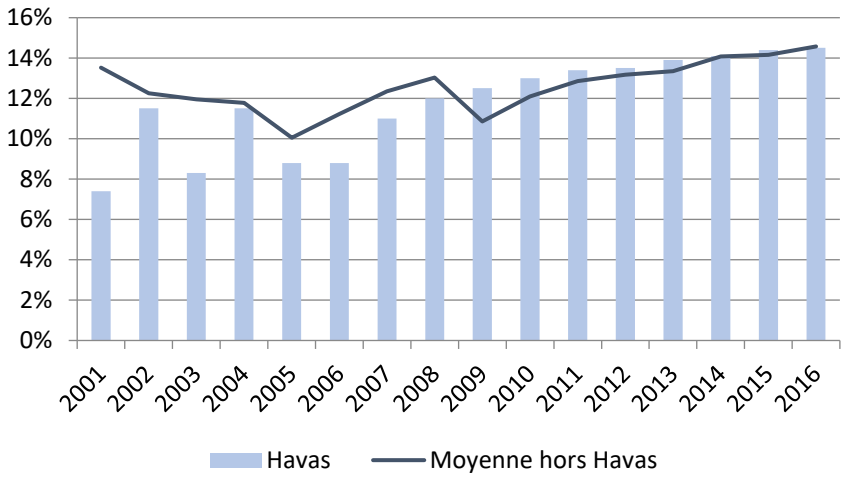


Source : Note d'Oddo du 16 janvier 2017, rapports financiers d'Omnicom, WPP, Publicis, IPG et Havas

3/ HAVAS a affiché une **croissance régulière de son taux de marge d'EBITDA** et de résultat opérationnel courant depuis 2008 à l'exception de l'année 2009 du fait de la crise financière.

A cet égard, il convient de noter que le niveau de marge de HAVAS est **revenu dans la moyenne de ses concurrents** depuis plusieurs années comme le montre le graphique ci-après.

Graphique 6. Comparaison du taux de marge opérationnel de HAVAS avec le taux de marge opérationnel moyen de ses principaux concurrents (Omnicom, WPP, Publicis, IPG)



Source : Note d'Oddo du 16 janvier 2017, rapports financiers d'Omnicom, WPP, Publicis, IPG et Havas

4/ Le taux de marge opérationnel de HAVAS résiste bien aux cycles du marché publicitaire. Entre 2008 et 2009, son taux de marge opérationnel courant a progressé de 12,0% à 12,7% tandis que son taux de marge opérationnel, prenant en compte notamment les frais de restructuration, n'avait reculé que de 12,1% à 10,6%.

5/ HAVAS enregistre chaque année des autres produits et charges, correspondant principalement à des coûts de restructuration, d'un montant moyen d'environ 20 M€.

b) Une activité faiblement capitalistique permettant de financer la croissance externe tout en conservant une structure financière solide

Le tableau suivant synthétise les principaux agrégats du bilan de HAVAS sur la période 2008 / 2016.

Tableau 4. Bilan économique simplifié de HAVAS sur la période 2008 / 2016[10]

En M€	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Ecarts d'acquisition	1 411	1 416	1 494	1 559	1 603	1 593	1 686	1 895	1 933
Immobilisations corp et incorporelles	119	105	103	269	269	291	317	363	387
BFR	-523	-541	-524	-528	-506	-453	-493	-509	-501
Autres	60	39	39	38	41	42	41	33	28
Emplois	**1 067**	**1 019**	**1 112**	**1 338**	**1 407**	**1 473**	**1 551**	**1 782**	**1 847**
Capitaux propres	1 015	1 087	1 203	1 311	1 142	1 268	1 460	1 653	1 767
Dette financière nette ajustée	130	-5	-32	91	318	266	156	185	124
Impôts différés	-81	-65	-62	-66	-56	-61	-66	-64	-51
Autres	3	2	3	2	3	1	1	8	7
Ressources	**1 067**	**1 019**	**1 112**	**1 338**	**1 407**	**1 474**	**1 551**	**1 782**	**1 847**
Rotation des actifs	**1,47**	**1,41**	**1,40**	**1,24**	**1,27**	**1,20**	**1,20**	**1,23**	**1,23**
ROCE avant impôts	17,7%	**15,0%**	**16,5%**	**14,9%**	**15,8%**	**15,3%**	**15,8%**	**16,4%**	**16,1%**

Source : Documents de référence de HAVAS

L'analyse des emplois du bilan économique de HAVAS témoigne des moteurs sur lesquels repose la croissance des agences publicitaires :

1/ La **croissance interne** consomme, en principe, très peu de liquidités dans la mesure où les investissements corporels sont limités et le besoin en fonds de roulement (« BFR ») structurellement négatif dans les activités de médias planning et d'achat d'espace.

Le BFR de fin d'année de HAVAS a représenté ainsi sur la période 2008 / 2016 une ressource supérieure au montant des immobilisations incorporelles et corporelles. Toutefois, le BFR n'a pas généré de nouvelles ressources pour HAVAS depuis 2008[11] (son montant a même légèrement augmenté de -523 M€ en 2008 à -501 M€ en 2016) bien que HAVAS a fortement augmenté son chiffre d'affaires. De plus, HAVAS a accru fortement le montant de ses immobilisations corporelles sous l'effet (i) de l'acquisition de son siège social à Puteaux en 2011 et (ii) de la mise en place des Villages.

2/ La conjonction d'une profitabilité élevée et d'une faible intensité capitalistique de l'activité permet de générer d'importantes liquidités pour financer la **croissance externe**.

Bien que Havas n'ait pas procédé à des acquisitions importantes comme Publicis ou WPP, elle procède néanmoins à des opérations régulières qui expliquent la croissance continue du montant des écarts d'acquisition à son bilan.

Ces opérations de croissance externe étant souvent réalisées sous la forme d'une prise de participation majoritaire complétée par des engagements de rachat des intérêts

[10] La dette financière nette ajustée correspond à la somme des emprunts et dettes financières, des dettes sur rachat d'intérêts minoritaires, des compléments de prix et des provisions pour retraites diminuées des impôts différés actifs correspondant diminuée de la trésorerie.
La rotation des actifs correspond au rapport du chiffre d'affaires par les emplois.
Le ROCE avant impôts correspond au rapport du résultat opérationnel par les emplois.

[11] Le BFR est calculé par différence entre (i) les actifs circulants et (ii) les passifs circulant. Le BFR représente donc une ressource de financement lorsque son montant est négatif. Quand le BFR augmente en devenant moins négatif, cela signifie que la source de financement qu'il représente se tarit.

minoritaires et des compléments de prix, la dette financière de HAVAS intègre un montant important au titre de ses engagements (178 M€ au 31/12/2016).

Globalement, la politique d'investissements menée par HAVAS a certes entrainé une hausse soutenue de son chiffre d'affaires mais au détriment d'un accroissement de l'intensité capitalistique de son activité – illustrée par une baisse de la rotation de ses actifs de 1,47 en 2008 à 1,23 en 2016 – et d'une **légère baisse de la rentabilité des capitaux employés** (ROCE) avant impôt de 17,7% en 2008 (soit 12,0% en retenant un impôt normatif de 32%, cf. infra) à 16,1% en 2016 (soit 10,9% en retenant un impôt normatif de 32%, cf. infra).

A ce niveau de rentabilité des capitaux employés et compte tenu du coût du capital de HAVAS (8,7%, cf. infra), une variation du taux de croissance anticipée de l'activité a un impact limité sur la valeur.

Du fait d'une politique financière prudente et d'une politique de croissance externe qui est restée limitée, la dette financière nette de HAVAS était faible au 31/12/2016 (124 M€) malgré l'acquisition de son siège social en 2011 et le lancement d'une OPRA en 2012.

Toutefois, il faut souligner que le BFR des activités de médias planning et d'achat d'espace varie fortement au cours de l'année. Plus spécifiquement, le BFR représente en fin d'année une ressource plus importante qu'en moyenne sur l'année de telle sorte que la dette financière de fin d'année est inférieure à son montant moyen sur l'année.

c) Des résultats en retrait sur le premier semestre 2017

Les résultats semestriels de HAVAS ont été inférieurs aux attentes tant en ce qui concerne son taux de croissance organique que son résultat opérationnel courant.

Tableau 5. Compte de résultat simplifié de HAVAS du 1er semestre 2017

En M€	2016 S1	2017 S1
Revenus	**1 087**	**1 108**
Croissance		*1,9%*
Croissance organique		*-0,4%*
Charges de personnel	-673	-711
En % du CA	*-61,9%*	*-64,2%*
Autres charges	-268	-286
En % du CA	*-24,7%*	*-25,8%*
QP stés mises en équivalence	1	0
Résultat opérationnel courant	**147**	**111**
En % du CA	*13,5%*	*10,0%*
Autres produits et charges	-10	-11
Résultat opérationnel	**137**	**100**
En % du CA	*12,6%*	*9,0%*

Source : Rapport financier semestriel 2017 HAVAS

La croissance organique de HAVAS a été négative à hauteur de -0,4% au cours de son premier semestre 2017 ce que HAVAS explique par un montant de « new business »[12] moins important qu'attendu, la pression exercée par les clients pour réduire la rémunération des agences et une baisse des dépenses publicitaires de certains clients cherchant à maintenir leur profitabilité dans un contexte de faible croissance de leur activité.

La marge opérationnelle courante de HAVAS a diminué de 13,5% à 10,0% entre le premier semestre 2016 et 2017. Cette baisse trouve son origine dans un effet de ciseau négatif entre une croissance organique plus faible qu'attendue dans un contexte où HAVAS a choisi de maintenir ses investissements dans les talents et la mise en place de Villages.

HAVAS a maintenu à la fin du 1er semestre 2017 une structure financière saine. La croissance de la dette est essentiellement due à la hausse saisonnière du BFR et au paiement du dividende.

Tableau 6. Bilan économique simplifié de HAVAS au 1er semestre 2017

En M€	31/12/2016	2017 S1
Ecarts d'acquisition	1 933	1 895
Immobilisations corp et incorporelles	387	387
BFR	-501	-333
Autres	28	34
Emplois	**1 847**	**1 983**
Capitaux propres	1 767	1 715
Dette financière nette ajustée	124	341
Impôts différés	-51	-73
Autres	7	0
Ressources	**1 847**	**1 983**
Rotation des actifs	1,23	1,12
ROCE avant impôts	**16,1%**	**10,1%**

Source : Rapport financier semestriel 2017 HAVAS

[12] Le « new business » correspond aux nouveaux contrats remportés par les agences de communication et publicité.

3.3. Analyse SWOT

La matrice SWOT (Strengths, Weaknesses, Opportunities, Threats) présente ci-après les forces et faiblesses, ainsi que les opportunités et menaces qui peuvent être identifiées au regard des caractéristiques propres à HAVAS et de son environnement.

Graphique 7. Matrice SWOT de HAVAS

Forces (Strengths)

- Des positions solides dans plusieurs zones géographiques (France, Espagne, Amérique Latine)
- Pionnier dans l'intégration des différents métiers grâce au concept de Villages dont la mise en œuvre est finalisée
- Faible levier opérationnel permettant de limiter les fluctuations du taux de marge opérationnel
- Faible intensité capitalistique des activités qui génèrent des flux de liquidités élevés

Faiblesses (Weakenesses)

- Taille limitée par rapport à ses principaux concurrents
- Moindre exposition au digital et aux pays émergents en l'absence d'acquisitions importantes dans ces domaines

Opportunités (Opportunities)

- Croissance séculaire des dépenses publicitaires
- La fragmentation et la complexité du paysage des médias accroissent le besoin de conseil des annonceurs
- Développement potentiel des métiers des agences publicitaires vers le conseil et les services informatiques pour optimiser les campagnes en intégrant en temps réel les données des consommateurs

Menaces (Threats)

- Banalisation des services digitaux au fur et à mesure où ils deviennent familiers aux annonceurs
- Pression tarifaire des annonceurs. En proie à une faible croissance, ils cherchent à optimiser leurs coûts publicitaires et marketing.
- Irruption de nouveaux concurrents venant des métiers du conseil et / ou des services informatiques.

4. Éléments d'appréciation de l'Offre

Après avoir présenté les données structurantes de l'évaluation, nous exposons les méthodes d'évaluation écartées et celles qui ont été retenues afin d'apprécier le caractère équitable de l'Offre.

4.1. Données structurant l'évaluation de HAVAS

4.1.1 Référentiel comptable

La société applique le référentiel comptable IFRS pour l'établissement de ses comptes consolidés, lesquels ont été certifiés sans réserve au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2016 et attestés sans réserve au titre des comptes semestriels 2017 par les commissaires aux comptes.

4.1.2 Date de l'évaluation

Lors de nos travaux d'évaluation, nous avons analysé les références de valorisation (cours de bourse, cours cible des analystes, transactions récentes sur le capital de la Société) jusqu'au 10 mai 2017, veille de l'annonce du rachat par le Groupe Vivendi de la participation majoritaire du Groupe Bolloré dans Havas.

En effet, postérieurement à cette date, les cours et les perspectives des analystes peuvent être affectés notamment par la prise en compte dans les valeurs, des modifications stratégiques annoncées ou attendues qui feraient suite au succès de l'Offre.

4.1.3 Structure du capital et nombre d'actions retenu

Au 31 décembre 2016, le capital social était composé de 419.655.270 titres.

L'option donnée pour le paiement du dividende en actions a donné lieu à la création de 3.400.533 titres.

La Société a mis en place un certain nombre de plans d'actions gratuites et de performance portant sur 8.275.360 titres au 30 juin 2017. Nous avons tenu compte d'un taux d'attrition de 15% pour tenir compte des annulations susceptibles d'intervenir d'ici la fin de la période d'acquisition de ces actions.

Au total, nous avons retenu un nombre d'actions dilué de 430.089.859.

4.1.4 Ajustement entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres

Nous avons effectué deux calculs pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres.

Pour la mise en œuvre de la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF), nous avons calculé cet ajustement au 31 décembre 2016 dans la mesure où nous retenons la totalité du flux de l'année 2017 dans notre modèle.

Pour la mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers, nous avons calculé cet ajustement au 30 juin 2017 par homogénéité avec les informations utilisées pour calculer les multiples de comparables.

a) Ajustement au 31 décembre 2016 pour la mise en œuvre de la méthode des DCF

Pour le calcul de la valeur de HAVAS par la méthode des DCF, nous avons déterminé un ajustement qui représente un montant de 227,0 M€ à soustraire de la valeur d'entreprise pour obtenir la valeur des capitaux propres.

Tableau 7. Ajustement entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres au 31/12/2016

En millions €	DCF
+ Intérêts minoritaires	15,0
+ Dettes financières	661,0
- Trésorerie	-810,0
+ Provisions et avantages au personnel à LT après IDA	72,0
+ Provisions pour risques fiscaux après IS normatif	18,0
+ Dettes liées aux rachats de minoritaires	178,0
+ Ajustement saisonnalité BFR	221,1
- Participations mises en équivalence	0,0
- Actifs financiers disponibles à la vente	-9,0
- VAN des déficits reportables	-169,2
- Dividende 2016 - part cash	50,1
Ajustement	**227,0**

Cet ajustement appelle les commentaires suivants :

- les provisions pour avantages au personnel à long terme (103 M€) sont nets des impôts différés actifs (31 M€) ;
- l'ajustement pour saisonnalité du BFR représente la différence entre le BFR à la fin de l'année 2016 et le BFR moyen sur l'année 2016 ;
- nous n'avons pas retenu d'ajustement lié aux participations mises en équivalence dans la mesure où HAVAS tient compte de la quote-part des résultats des sociétés mises en équivalence dans le calcul de son résultat opérationnel courant ;
- la valeur des déficits reportables a été calculée sur la base du stock de déficits considérés comme utilisables à la fin de l'année 2016 en tenant compte d'une probabilité de 50% que le contentieux en cours sur l'utilisation de certains déficits fiscaux français soit perdu ;
- la part du dividende payé en cash a été retenue car le paiement est intervenu le 13 juin 2017.

b) Ajustement au 30 juin 2017 pour la mise en œuvre de la méthode des comparables

Pour le calcul de la valeur de HAVAS par la méthode des comparables boursiers, nous avons déterminé un ajustement qui représente un montant de 169,0 M€ à soustraire de la valeur d'entreprise pour obtenir la valeur des capitaux propres.

Tableau 8. Ajustement entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres au 30/06/2017

En millions €	Multiples
+ Intérêts minoritaires	15,0
+ Dettes financières	645,0
- Trésorerie	-571,0
+ Provisions et avantages au personnel à LT après IDA	75,5
+ Provisions pour risques fiscaux après IS normatif	16,7
+ Dettes liées aux rachats de minoritaires	169,0
+ Ajustement saisonnalité BFR	0,0
- Participations mises en équivalence	0,0
- Actifs financiers disponibles à la vente	-12,0
- VAN des déficits reportables	-169,2
- Dividende 2016 - part cash	0,0
Ajustement	**169,0**

Cet ajustement appelle les commentaires suivants :

- les provisions pour avantages au personnel à long terme (106,5 M€) sont nets des impôts différés actifs (31 M€) ;
- il n'est pas tenu compte d'ajustement au titre de la saisonnalité du BFR (différence entre le BFR au 30 juin 2017 et le BFR moyen) dans la mesure où la prise en compte d'un tel ajustement n'est pas possible pour les comparables ;
- le montant de la trésorerie au 30 juin 2017 tient compte dividende payé en cash le 13 juin 2017.

4.1.5 Plan d'affaires

Le plan d'affaires servant de base à nos travaux d'évaluation a été établi par le management de HAVAS sur la période 2017 à 2020. Il est construit selon les hypothèses suivantes :

- une croissance organique moyenne de 2,2% en ligne à la fois avec la croissance historique de HAVAS et des concurrents sur les différents horizons analysés ;
- un apport des opérations de croissance externe au chiffre d'affaires d'environ 30 M€ par an, cohérent avec le modèle des agences publicitaires consistant à acheter régulièrement des petits concurrents et avec les effets de périmètres enregistrés par HAVAS en moyenne sur ces cinq dernières années ;
- une amélioration du taux de marge sur EBITDA à 17,5% à l'horizon du plan représentant un niveau supérieur à celui obtenu historiquement ;
- des dotations aux amortissements représentant un pourcentage du chiffre d'affaires proche de celui supporté en moyenne ces dernières années reflétant la fin du programme d'investissement important réalisé dans les Villages récemment ;
- un montant des "Autres produits et charges » représentant une dépense annuelle d'environ 30 M€ supérieur au montant moyen de 20 M€ constaté depuis 2008 ;

- un taux d'imposition normatif de 30%.

4.2. Méthodes d'évaluation et références de valorisation écartées

Nos travaux nous ont conduit à écarter les méthodes et références suivantes :

4.2.1 Références et méthodes patrimoniales

4.2.1.1. Référence à l'actif net comptable (ANC)

Cette approche vise à déterminer la valeur des capitaux propres d'une entreprise par différence entre la valeur comptable des actifs et des passifs réels qu'elle possède. Nous avons estimé que cette méthode ne pouvait pas valablement être retenue dans la mesure où elle n'intégrait notamment pas la valeur des actifs incorporels, créés en interne, et plus généralement la capacité de la société à générer des bénéfices dans le futur. Cette référence permet néanmoins d'extérioriser une valorisation, souvent qualifiée de « plancher » compte tenu de ce qui a été précisé ci-dessus, sur la base de données publiques et certifiées par des commissaires aux comptes.

À titre strictement informatif, l'actif net comptable consolidé (part du groupe) de HAVAS au 30 juin 2017 s'établit à 1.700 M€, soit 3,95 € par action.

4.2.1.2. Méthode de l'Actif Net Réévalué (ANR)

La méthode de l'Actif Net Réévalué consiste à évaluer à leur valeur de marché, les différents actifs et passifs de la société, et à déterminer la valeur de ses capitaux propres par sommation. Elle est principalement utilisée dans le cadre de sociétés holdings ou de sociétés détenant divers actifs, notamment immobiliers. Cette approche est également pertinente dans le cadre d'une approche liquidative, après prise en compte des coûts de liquidation. Cette méthode apparait ainsi peu appropriée pour l'évaluation d'une société exploitant directement une activité dans une perspective long-terme.

4.2.2 Référence aux précédentes opérations sur le capital

Au mois d'avril 2012, HAVAS a lancé une OPRA sur ses titres au prix de **4,90€** par action ainsi qu'une offre publique d'achat simplifiée sur ses Bons de Souscription ou d'Acquisition d'Actions remboursables (ci-après « BSAAR »).

Au mois d'octobre 2014, le Groupe Bolloré a lancé une OPE visant les actions et les BSAAR de HAVAS. La parité fixée dans le cadre de l'OPE valorisait les actions HAVAS à **6,82€**, sur la base du cours moyen pondéré par les volumes de l'action Bolloré le jour de l'annonce de l'OPE.

Nous estimons que ces références ne sont pas pertinentes dans le cas d'espèce dans la mesure où (i) ces opérations sont relativement anciennes (en particulier l'OPRA) de telle sorte que le prix fixé dans le cadre de ces opérations ne reflète plus les caractéristiques actuelles de HAVAS et (ii) le prix fixé dans le cadre de ses offres n'avait pas vocation à intégrer une prime justifiée par l'existence de synergies :

1/ Par nature, une offre effectuée par une société sur ses propres titres ne peut pas intégrer une prime justifiée par l'existence de synergies.

2/ Aucune synergie n'était attendue entre le Groupe Bolloré et HAVAS. Dans la note d'opération, le Groupe Bolloré indiquait ainsi n'anticiper « *aucune synergie significative de coûts ni de revenus, dont la matérialisation serait identifiable ou chiffrable* ».

4.2.3 Méthode des multiples de transactions comparables

La méthode des multiples de transactions est une méthode analogique qui vise à reconstituer la valeur de la société, sur la base d'un prix de cession théorique de la société à évaluer, par référence à des transactions intervenues sur le capital de sociétés considérées comme comparables. Elle consiste à appliquer à certains agrégats financiers de la société à évaluer, un des multiples moyens ou médians de ces mêmes agrégats constatés lors des transactions intervenues sur ces sociétés comparables.

Le secteur des agences de conseil en publicité et en communication ou plus largement du marketing digital est l'objet de nombreuses transactions. Toutefois, ces transactions portent sur des sociétés de taille inférieure à HAVAS et / ou fortement exposées à des segments spécifiques du marketing digital et/ ou à des zones géographiques particulières.

Ainsi, nous n'avons pas retenu cette méthode de valorisation, étant précisé que, par ailleurs, la méthode analogique des multiples des sociétés cotées comparables a été utilisée.

4.2.4 Méthode d'actualisation des dividendes futurs

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 représentative de leur capacité de distribution.

La société Havas mène une politique de distribution régulière. Cependant, cette régularité de distribution n'implique pas que nous sommes en présence de société mature ayant épuisé ses options de croissance interne et externe.

4.3. Méthodes d'évaluation et référence de valorisation retenues

Nous avons retenu les méthodes et références suivantes :

- la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie ;
- la méthode des comparables boursiers ;
- la référence au cours de bourse de la Société ;
- la référence aux objectifs de cours des analystes ;
- la référence au prix du Bloc majoritaire d'actions Havas cédé.

4.3.1 Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie

4.3.1.1 Principe

Selon cette méthode, la valeur des fonds propres d'une société correspond à la somme de ses flux futurs de trésorerie d'exploitation disponibles, actualisés au coût moyen pondéré des capitaux engagés, minorée de l'endettement financier net.

4.3.1.2 Prévisions retenues

Nous nous sommes tout d'abord basés sur le plan d'affaires 2017-2020 établi par le management de HAVAS auquel il nous est apparu nécessaire d'apporter les modifications et compléments suivants :

- dans la mesure où les résultats de HAVAS sur le premier semestre se sont révélés inférieurs à son budget de l'année 2017 et que le rattrapage de ce retard sur la seconde partie de l'année paraît peu plausible par la direction[13], nous avons procédé, sur la base de nos propres estimations en référence à celles publiées par les analystes financiers[14], à un ajustement des prévisions de l'année 2017 pour tenir compte d'une croissance organique de +1,0% sur l'ensemble de l'année et un taux de marge opérationnelle courante de 12,0% ;

  Nous avons considéré que l'année 2017 constituait une année de transition avant que HAVAS ne retrouve à partir de l'année 2018 le taux de croissance organique et les taux de marge prévus dans son plan d'affaires.

- nous avons retenu un montant des « Autres produits et charges » représentant une dépense annuelle de 20 M€ équivalente à la moyenne constatée entre 2008 et 2016 ;

- un taux normatif d'imposition de 32% entre 2017 et 2019 puis de 31% tenant compte de la répartition géographique des activités et des évolutions de taux d'imposition votées, en particulier la baisse du taux d'imposition à 28,0% pour les grandes entreprises en France à partir de 2020 ;

  Ce taux normatif ne tient pas compte de l'imputation des déficits reportables pour le calcul du montant d'impôt effectivement payé. La valeur des déficits reportables est par ailleurs prise en compte dans les éléments d'ajustement entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres (cf. supra).

- une variation du besoin en fonds de roulement nulle, la croissance de l'activité étant compensée par une évolution défavorable des délais de paiement comme il est observé depuis de nombreuses années (cf. § 3.3.3.) ;

- des investissements bruts équivalents aux dotations aux amortissements afin de tenir compte de la fin de l'important programme d'investissements réalisé dans les Villages ;

- des décaissements relatifs aux opérations de croissance externe déterminés sur la base des ratios observés sur les 5 dernières années pour HAVAS.

Nous avons prolongé la durée du plan d'affaires de HAVAS en extrapolant ses données de trois ans afin de faire converger son taux de croissance vers notre hypothèse de croissance à long

---

13 Communiqué de presse de Havas du 25 août 2017

14 Sur la base des estimations de dix analystes diffusées les 28 et 29 août 2017 soit post publication des comptes semestriels 2017 de Havas.

terme de 2,0%. Sur cette période, les flux ont été déterminés en retenant la même structure du compte de résultat (taux de marge d'EBITDA, dotation aux amortissements, autres produits et charges et taux d'impôt normatif) et de flux de trésorerie (investissements équivalents aux amortissements et variation du BFR nulle), que celle observée à la fin de la période de prévision explicite.

Le flux de trésorerie de la dernière année de cette période d'extrapolation constitue la base au calcul de la valeur terminale.

De façon générale, les prévisions construites par Havas nous paraissent refléter une vision favorable pour les actionnaires minoritaires.

La croissance de l'activité retenue, en ligne avec les perspectives du secteur et de l'environnement concurrentiel, se conjugue en effet avec une forte amélioration de la rentabilité des capitaux employés avant impôt (de 16,1% en 2016 à 18,9% en 2020 et 20,3% en 2023 à comparer avec un niveau maximum de 17,7% en 2008 ayant légèrement décliné à 16,1% en 2016).

Il convient de préciser concernant la mise en œuvre de la méthode des DCF que :

- la valeur d'entreprise tient compte de la totalité du flux de trésorerie prévu sur l'année 2017, dans la mesure où nous avons calculé l'ajustement entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres à la date du 31 décembre 2016 ;

- les flux sont actualisés à la date du 31 août 2017, ce qui signifie, par exemple, que le coefficient d'actualisation de l'année 2018 a été calculé en retenant 10 mois (4 mois au titre de 2017 et 6 mois au titre de 2018 dans la mesure où les flux sont considérés encaissés en milieu de période).

4.3.1.3 Taux d'actualisation

Nous avons retenu un taux d'actualisation de 8,7% tenant compte des paramètres suivants :

- un taux sans risque de 0,74% basé sur le taux moyen des obligations d'Etat françaises à 10 ans (source : Bloomberg au 29 août 2017) ;

- une prime de risque pays de 0,73% calculé sur la base de (i) la répartition géographique de l'activité de HAVAS, (ii) du différentiel de taux de rendement des obligations d'Etat entre la France et les pays où HAVAS est implanté et (iii) du différentiel d'inflation entre la France et les pays où Havas est implanté pour tenir compte du fait que les prévisions du management sont établis en euro ;

- une prime de risque du marché action de 8,7% (source : Bloomberg au 29 août 2017 – moyenne sur 6 mois) ;

- un bêta d'actif de 0,84[15] déterminé à partir de l'échantillon de comparables ;

- un ratio dette sur fonds propres de 15% représentatif du ratio moyen constaté sur l'échantillon de comparables ;

[15] Ce bêta paraît raisonnable au regard de (i) la forte sensibilité des dépenses publicitaires et des honoraires des agences à l'évolution de l'activité économique et (ii) la flexibilité de la structure de coûts des agences.

- un spread de la dette de 0,5% calculé à partir du taux de rendement actuariel des obligations émises par HAVAS (source : Bloomberg au 29 août 2017).

Notre taux d'actualisation est légèrement supérieur à celui retenu en moyenne dans les notes d'analystes financiers (8,4%) mais s'inscrit dans la fourchette des taux qu'ils retiennent (entre 7,9% et 9,0%).

4.3.1.4 Résultat de la méthode

Nous avons analysé la sensibilité des résultats de la méthode des DCF selon trois axes :

- la sensibilité au taux d'actualisation en retenant des pas de +/ - 0,25% ;
- la sensibilité au taux de croissance à long terme en retenant un pas de + / - 0,5% ;
- la sensibilité au taux de marge d'EBITDA pour le calcul du flux normatif en retenant un pas de + / - 0,5%.

		Sensibilité à la croissance à long terme		
		-0,50%	**-**	**+ 0,50%**
Sensibilité au taux d'actualisation	**8,20%**	8,44	9,02	9,71
	8,45%	8,12	**8,66**	9,28
	8,70%	**7,82**	**8,32**	**8,89**
	8,95%	7,55	**8,01**	8,54
	9,20%	7,29	7,71	8,20

		Sensibilité au taux de marge d'EBITDA		
		- 0,50%	**-**	**+ 0,50%**
Sensibilité au taux d'actualisation	**8,20%**	8,78	9,02	9,26
	8,45%	8,43	**8,66**	8,89
	8,70%	**8,10**	**8,32**	**8,54**
	8,95%	7,80	**8,01**	8,22
	9,20%	7,51	7,71	7,91

La mesure de la sensibilité du prix de l'action Havas aux hypothèses retenues pour le taux d'actualisation et le taux de marge d'EBITDA fait ressortir une valeur de l'action HAVAS comprise entre 7,82€ et 8,89€.

Cette méthode met donc en évidence une prime comprise entre 4,0% et 18,3% en référence avec le prix de 9,25 € proposé. La prime par rapport à notre valeur centrale s'élève à 11,2%.

4.3.2 La référence à des comparables boursiers

4.3.2.1 Principe

Cette méthode repose sur l'hypothèse d'efficience des marchés et la loi du prix unique selon lesquelles sur un marché efficient chaque bien identique doit avoir le même prix ou, plus spécifiquement, que des sociétés disposant des mêmes caractéristiques en termes de croissance, de rentabilité des capitaux employés et de risque systématique, appréhendé par leur taux d'actualisation, doivent disposer des mêmes multiples de valorisation.

La méthode des comparables boursiers consiste donc à appliquer à certains agrégats de référence de la société à évaluer, en l'espèce HAVAS, les multiples observés sur un échantillon de sociétés cotées considérées comme comparables.

4.3.2.2 Présentation des agrégats et des sociétés retenues

Nous avons retenu le multiple d'EBITDA, et non le multiple de résultat d'exploitation dans la mesure où cet agrégat n'est pas biaisé par la politique d'amortissement, notamment des actifs incorporels acquis dans le cadre de transactions.

Nous avons sélectionné un échantillon composé des principales agences de conseil en communication et publicité (Omnicom, WPP, Publicis et IPG). Toutefois, nous n'avons pas retenu la société Dentsu qui dispose d'une activité beaucoup plus importante que ses concurrents au Japon et en Asie.

Les principales caractéristiques financières des sociétés de notre échantillon sont reprises dans le tableau suivant.

Tableau 9. Présentation des principales caractéristiques financières de l'échantillon de sociétés comparables

	VE (M)	Croissance du CA			Marge EBITDA			Croissance EBITDA			Marge EBIT		
	(dev. Loc.)	2017e	2018e	2019e	2017e	2018e	2019e	2017e	2018e	2019e	2017e	2018e	2019e
Publicis	15 206	2,0%	2,8%	3,4%	17,5%	18,3%	18,5%	3,4%	7,3%	4,9%	15,8%	16,4%	16,8%
WPP	23 574		3,5%	3,8%	17,7%	17,8%	17,8%	8,0%	4,4%	3,7%	15,6%	15,8%	15,8%
Omnicom	20 937	-1,0%	4,0%	3,3%	15,4%	15,4%	15,6%	1,8%	4,5%	4,4%	13,5%	13,6%	13,9%
IPG	9 195	1,1%	3,8%	3,8%	15,1%	15,5%	15,9%	0,8%	6,3%	6,5%	12,4%	12,8%	13,0%
Moyenne		**0,7%**	**3,5%**	**3,6%**	**16,4%**	**16,8%**	**17,0%**	**3,5%**	**5,6%**	**4,9%**	**14,3%**	**14,6%**	**14,9%**
Médiane		**1,1%**	**3,7%**	**3,6%**	**16,4%**	**16,7%**	**16,8%**	**2,6%**	**5,4%**	**4,6%**	**14,5%**	**14,7%**	**14,8%**

Source : Bloomberg au 29 août 2017, données publiées par les sociétés

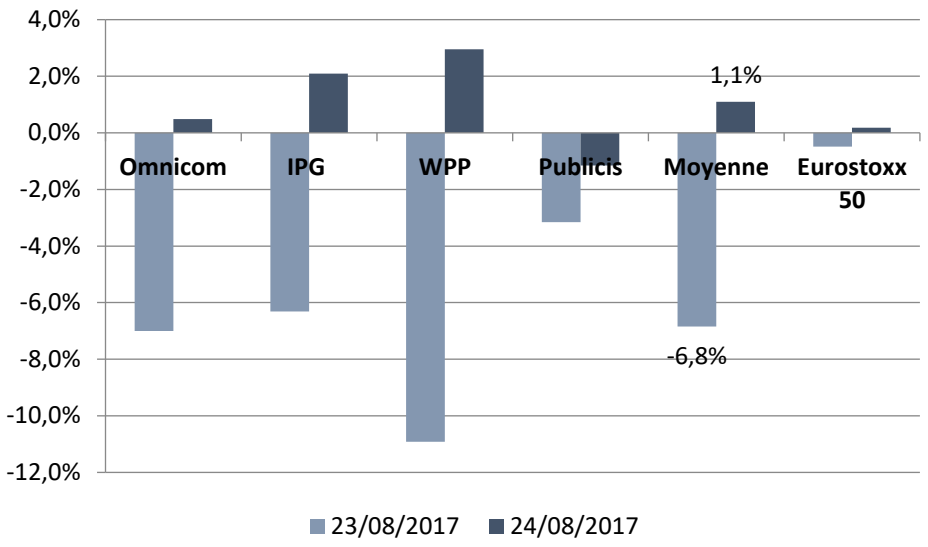
Le 23 août, WPP a publié ses résultats au titre du premier semestre 2017. Ceux-ci ont surpris négativement les marchés financiers dans la mesure où WPP a affiché une croissance organique inférieure au consensus et a révisé à la baisse sa fourchette de croissance organique pour l'ensemble de l'année 2017 (entre 0% et 1%).

Les investisseurs ont manifestement considéré que cette publication avait des implications pour l'ensemble du secteur compte tenu de la baisse des cours enregistrés le 23 août par l'ensemble de nos comparables. Le graphique 8 montre en effet que la baisse moyenne du cours de nos comparables[16] s'est établit à -6,8% le 23 août 2017 alors que le marché[17] n'a reculé que de -0,5% le même jour. L'évolution des cours le 24 août (+1,1% en moyenne à comparer avec une hausse du marché de +0,2%) n'a corrigé que très légèrement l'évolution de la veille.

[16] Evolution moyenne du cours de clôture de WPP, Omnicom, Publicis et IPG hors HAVAS. Nous avons exclu HAVAS dans la mesure où son cours a convergé vers le prix d'Offre.

[17] L'évolution du marché a été mesurée à partir de l'Eurostoxx 50.

Graphique 8. Evolution du cours de bourse des principales agences de communication et publication suite à la publication des résultats du 1er semestre de WPP le 23 août 2017



Ce sentiment du marché a d'ailleurs pu être conforté par la publication des résultats semestriels de HAVAS le 25 août au soir.

L'évolution des cours des comparables à la suite de la publication des résultats semestriels de WPP et de HAVAS peut être raisonnablement interprétée comme la prise en compte par le marché de perspectives moins favorables pour l'ensemble du secteur. C'est pourquoi nous avons calculé les multiples de nos comparables sur la base du cours de clôture du 29 août 2017[18].

Tableau 10. Multiples de l'échantillon de comparables

En monnaie locale	Cours	Capi (M)	VE (M)	VE / EBITDA			VE / EBIT		
				2017e	2018e	2019e	2017e	2018e	2019e
Publicis	58,94	13 337	15 182	8,7	8,1	7,8	9,7	9,0	8,6
WPP	14,62	18 512	23 630	9,0	8,7	8,4	10,3	9,8	9,4
Omnicom	73,01	16 847	21 104	9,0	8,6	8,3	10,2	9,8	9,3
IPG	19,99	7 861	9 265	7,7	7,3	6,8	9,4	8,8	8,3
Moyenne				8,6	8,1	7,8	9,9	9,3	8,9
Mediane				8,8	8,4	8,0	9,9	9,4	8,9

Source : Bloomberg au 29 août 2017

Le multiple médian d'EBITDA est respectivement de x8,8 puis x8,4 et enfin x8,0 en 2017, 2018 et 2019. Ces multiples sont relatives proches pour les comparables, IPG affichant une légère décote par rapport à WPP, Omnicom et Publicis.

[18] La prise en compte des cours le 29 août permet de tenir compte de la correction d'une éventuelle sur-réaction du marché le jour de la publication des résultats semestriels de WPP le 23 août. La prise en compte d'une moyenne de cours sur 1 mois diluerait trop fortement l'effet de la prise en compte des résultats de WPP.

4.3.2.3 Résultat de la méthode

En appliquant les multiples d'EBITDA médians aux agrégats de HAVAS, on obtient **une valeur par action comprise entre 6,30€ (multiple 2017) et 7,47€ (multiple 2019)**. L'écart de valorisation entre la méthode des DCF (pour mémoire, une fourchette de valorisation de 7,82€ à 8,89€) résulte du fait que le plan d'affaires de HAVAS inclut des hypothèses de croissance plus importantes que celles implicitement prises en compte par le marché pour ses concurrents.

Cette méthode met donc en évidence une prime comprise entre 24% et 47% en référence avec le prix de 9,25 € proposé.

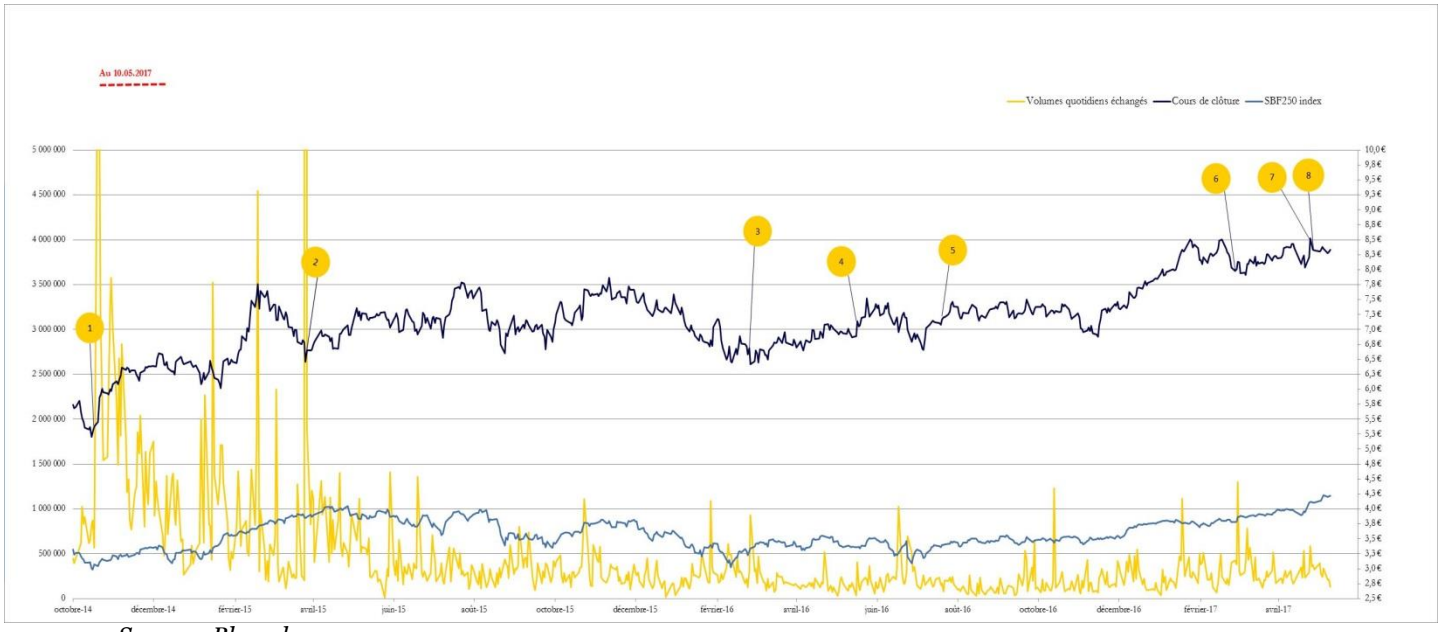
4.3.3 La référence au cours de bourse

Le cours de bourse est un instrument de mesure du prix des actions de la société librement négociées sous réserve d'un niveau de flottant et de liquidité suffisant.

La Société est actuellement cotée sur le compartiment A d'Euronext Paris et entre dans la composition de l'indice SBF 120. Sur la base des informations qui ressortent du tableau présenté au paragraphe 1.1.2 la part du capital flottant ressort à 40,8%.

Le graphique suivant présente l'évolution du cours de bourse de HAVAS depuis octobre 2014 (date de l'OPE) et jusqu'à la veille de la date d'annonce de l'opération d'acquisition du Bloc majoritaire détenu par Bolloré soit le 10 mai 2017 :

Graphique 9. Evolution du cours de bourse de HAVAS d'octobre 2014 au 10 mai 2017



Source : Bloomberg

	Date	Evènements
1	17/10/2014	Le groupe Bolloré lance une OPE sur HAVAS
2	26/03/2015	Bolloré revend une participation de 601 M€ dans HAVAS (6,40€ par action)
3	25/02/2016	Résultats annuels 2015 de HAVAS : conformes au consensus
4	17/05/2016	Interview de V. Bolloré dans les Echos : hypothèse de rapprochement entre HAVAS et VIVENDI
5	21/07/2016	Résultats 1er semestre 2016 de HAVAS : supérieurs au consensus
6	28/02/2017	Résultats annuels 2016 de HAVAS
7	25/04/2017	Assemblée Générale des actionnaires de VIVENDI : indication d'un rapprochement avec HAVAS
8	26/04/2017	Publication des résultats du 1er Trimestre 2017 : inférieurs aux attentes

De manière synthétique, on constate que :

- le cours de Bourse de HAVAS a peu évolué entre octobre 2015 et novembre 2016, date à partir de laquelle il a progressé d'environ 20% jusqu'à toucher un plafond à la fin du mois de janvier 2017 ;

- plusieurs déclarations relatives à un possible rapprochement entre VIVENDI et HAVAS sont intervenues et sont susceptibles d'avoir influencé positivement le cours de HAVAS, sans qu'il ne soit possible de mesurer leurs impacts de façon précise.

Nous présentons ci-dessous le cours de bourse la veille de l'annonce de l'acquisition du Bloc (spot) et les cours moyens pondérés par les volumes sur une période de 1, 2, 3, 6 et 12 mois précédant cette annonce, ainsi que la rotation du flottant. Les cours quotidiens retenus sont les cours moyens journaliers.

Tableau 11. Analyse du cours de bourse de HAVAS

	Spot	Mois				
	Au 10/05/17	1	2	3	6	12
Cours moyen	8,33	8,3	8,26	8,22	8,06	7,7
Prime induite par le prix d'Offre	**11,00%**	**11,40%**	**11,90%**	**12,50%**	**14,80%**	**20,10%**
Cours max	-	8,45	8,45	8,49	8,52	8,52
Cours Min	-	8,06	8,06	7,93	6,91	6,65
Volume moyen	-	297 546	275 799	311 387	285 113	236 937
Volume cumulé	-	5 653 377	11 031 964	18 683 202	35 639 128	60 892 795
Rotation du flottant		43,10%	40,00%	45,10%	41,30%	34,30%

Source : Bloomberg
Note : la rotation du flottant est calculée sur une base annuelle en retenant 250 jours de bourse

La liquidité du titre Havas apparaît satisfaisante avec une rotation du flottant d'environ 40% sur une période de 6 mois précédant l'annonce de l'acquisition du Bloc.

Nous considérons que le cours de bourse constitue donc une référence pertinente, étant toutefois précisé que les déclarations relatives à un possible rapprochement avec VIVENDI préalablement à l'acquisition du Bloc sont susceptibles d'avoir influencé positivement le cours du titre HAVAS, sans qu'il soit possible de mesurer précisément cet effet.

Depuis l'annonce de l'acquisition du Bloc, le cours du titre (ajusté du versement du dividende) a rapidement convergé vers le prix d'Offre () compte tenu de la très forte probabilité de bonne fin de l'opération.

La référence au cours de l'action fait ressortir une prime comprise entre 11,0% et 20,1%.

4.3.4 La référence aux objectifs de cours des analystes

Le titre de HAVAS était suivi par de nombreux analystes comme l'illustre le tableau 11 ci-dessous.

Préalablement à l'annonce de l'acquisition du Bloc, l'objectif moyen de cours des analystes s'élevait à 9,11€ avant détachement du coupon (cf. tableau 12 ci-dessous) et 8,93€ après détachement du dividende.

Cet objectif a été influencé positivement par la prise en compte du caractère spéculatif du titre HAVAS dans le cadre d'un rapprochement avec VIVENDI ou un concurrent, sans qu'il ne soit possible de mesurer précisément cet effet.

Tableau 12. Objectif de cours des analystes avant l'annonce de l'acquisition du Bloc

Analyste	Recommandation	Objectif	Objectif
		Avant D.C	Après D.C
Gilbert Dupont	Buy	10	9,82
Oddo & Cie	Buy	10	9,82
Jefferies	Buy	9,9	9,72
Bardays	Overweight	9,3	9,12
CM-CIC	Buy	9,1	8,92
Invest Securities	Buy	9,1	8,92
JP Morgan	Neutral	9,2	9,02
MainFirst Bank	Outperform	10	9,82
HSBC	Buy	9,1	8,92
Kepler Chevreux	Hold	9	8,82
Exane BNP	Neutral	9,2	9,02
Goldman Sachs	Buy	9,3	9,12
Société Générale	Hold	8,7	8,52
Liberum	Hold	8,6	8,42
Morgan Stanley	Equal W	8,4	8,22
Natixis	Neutral	8,4	8,22
Macquarie	Neutral	7,5	7,32
Moyenne		**9,11**	**8,93**

D.C = détachement du coupon

Le prix d'Offre fait donc ressortir une prime de 3,6% par rapport à l'objectif moyen des analystes à 8,93€ (coupon détaché) préalablement à l'annonce de l'acquisition du Bloc majoritaire.

4.3.5 La référence au prix d'acquisition des actions du Bloc majoritaire

Cette approche consiste à analyser les transactions significatives intervenues récemment sur le capital d'une société.

Dans le cas d'espèce, nous avons retenu l'acquisition du Bloc par l'Initiateur au prix de 9,25€ par action mais exclu l'OPRA et l'OPE comme indiqué précédemment.

Nous avons considéré que cette transaction représentait une référence significative pour les raisons suivantes :

- elle porte sur la majorité du capital, précisément 59,2% ;

- le prix d'acquisition n'est accompagné d'aucun mécanisme aux termes duquel les cédants sont susceptibles d'obtenir un complément de prix alors qu'au contraire ils ont accordé une garantie au cessionnaire ;

- bien que le Groupe Bolloré soit également actionnaire de l'Initiateur, son pourcentage de détention dans le capital de celui-ci (20,65%[19]) est largement inférieur au pourcentage cédé dans le capital de HAVAS (59,2%).

Le prix d'Offre est donc égal au prix d'acquisition du Bloc majoritaire. Il intègre la prime de contrôle comprise dans le prix auquel la transaction a été réalisée.

4.4. Synthèse des éléments d'appréciation du prix de l'Offre

En résumé de nos travaux résultant de l'application des différentes méthodes d'évaluation ou de l'observation de références, que nous avons estimées pertinentes, le prix de l'Offre (soit 9,25€ par action HAVAS) extériorise, les primes suivantes :

Tableau 13. Synthèse des primes et décotes par rapport au prix d'Offre

Méthode		Valeur par action	Prime/décote
Cours de bourse			
	Période		
	Spot	**8,33**	*11,0%*
	1 mois	**8,30**	*11,4%*
	2 mois	**8,26**	*11,9%*
	3 mois	**8,22**	*12,5%*
	6 mois	**8,06**	*14,8%*
	1 an	**7,70**	*20,1%*
Objectif cours de bourse des analystes			
	Fourchette basse	**7,32**	*26,4%*
	Valeur centrale	**8,93**	*3,6%*
	Fourchette haute	**9,82**	*-5,8%*
DCF			
	Fourchette basse	**7,82**	*18,3%*
	Valeur centrale	**8,32**	*11,2%*
	Fourchette haute	**8,89**	*4,0%*
Multiples de comparables boursiers			
	Fourchette basse	**6,30**	*46,8%*
	Valeur centrale	**6,89**	*34,4%*
	Fourchette haute	**7,47**	*23,8%*
Référence à des transactions significatives sur les titres de la Société		**9,25**	*0,0%*

[19] Source : document de référence 2016 de l'Initiateur, page 118

5. Analyse des synergies attendues

La note d'information dans sa section 1.2.5 décrit les synergies envisagées consécutives au rapprochement des Groupes Havas et Vivendi. Toutefois, l'Initiateur n'a pas produit de chiffrage à ces éventuelles synergies.

En outre, l'Initiateur n'était pas en mesure de nous communiquer les données financières nécessaires pour apprécier les synergies attendues telles qu'elles sont décrites dans ladite Note.

Par ailleurs, nous avons examiné les informations publiques liées à des synergies attendues dans le cadre d'opérations de rapprochement dans le secteur d'activité de Havas. Nous n'avons pas identifié d'opérations de rapprochement comparables à la présente opération.

Enfin, nous avons analysé les notes d'analystes financiers ayant commenté ou estimé les éventuelles synergies susceptibles d'être générées par le rapprochement des deux groupes.

Nous observons que ces analystes ont des avis très divergents sur l'existence ou pas d'éventuelles synergies. Dans le cas où des estimations ont été fournies, nous relevons qu'elles ne sont pas suffisamment étayées pour permettre de conclure sur la part des synergies imputables à Havas[20].

Dans ces conditions, nous ne sommes pas en mesure d'apporter une appréciation sur les synergies attendues décrites sur un plan uniquement qualitatif dans la note d'information.

6. Accords et opérations connexes à l'Offre

L'Initiateur nous a affirmé l'absence de tout accord ou opération connexe à l'Offre.

7. Analyse des éléments de valorisation de la banque présentatrice

Les Banques Présentatrices ont préparé les éléments d'appréciation des termes de l'Offre. La comparaison des résultats de nos travaux est présentée dans le tableau ci-dessous.

Tableau 14. Comparaison des éléments d'appréciation des termes de l'Offre

En €	Expert			Banques Présentatrices		
	Bas	Milieu	Haut	Bas	Milieu	Haut
Cours de bourse	7,70		8,33	7,67		8,32
Objectifs des analystes		8,93			8,92	
DCF	7,82	8,32	8,89		9,11	
Multiples comparables	6,30		7,47	6,99		7,83
Références à la transaction sur le Bloc		9,25				
Référence à l'OPE					7,96	
Transactions comparables					9,55	

[20] Nous avons identifié 3 notes d'analystes financiers ayant identifié et quantifié des éventuelles synergies, 6 ayant identifié des synergies sans les quantifier, 3 n'ayant pas identifié de synergies et 9 sans avis sur l'existence de synergies.

7.1. Choix des critères d'évaluation

Les méthodes et les références que nous retenons font apparaître deux différences par rapport aux travaux des Banques présentatrices.

D'une part, nous avons exclu la méthode des transactions comparables dans la mesure où nous considérons que bien qu'il existe de nombreuses transactions dans le domaine des agences de conseil en publicité et en communication, ou plus largement du marketing digital, ces transactions portent sur des sociétés de taille inférieure à HAVAS et / ou fortement exposées à des segments spécifiques du marketing digital et/ ou à des zones géographiques particulières, de telle sorte que nous estimons qu'il n'est pas possible de constituer un échantillon pertinent.

D'autre part, nous avons écarté la référence à l'OPE de 2014 dans la mesure où :

- nous considérons que depuis cette opération les caractéristiques de HAVAS ont évolué de manière à ce que cette référence a perdu de sa pertinence[21],
- surtout, le Groupe Bolloré n'était pas susceptible de générer avec HAVAS des synergies qui se seraient refléter dans les termes de son offre.

Dans les paragraphes suivants, nous présentons les principales différences concernant les méthodes mises en œuvre et les références retenues en commun.

7.2. Méthode des DCF

Le tableau ci-dessous synthétise les écarts entre la valeur centrale, par action HAVAS, obtenue par les Banques Présentatrices dans le cadre de la méthode DCF et la valeur centrale que nous obtenons.

Tableau 15. Analyse de l'écart entre la valeur par action HAVAS selon les Banques Présentatrices et selon l'Expert

En € par action	
Banques Présentatrices	**9,11**
Date de référence pour les flux et l'ajustement VE / Valeur des CP	0,26
Traitement taux normatif IS & déficits reportables	0,23
Taux d'actualisation	-0,87
Date d'évaluation	0,12
Hypothèses Capex / BFR	-0,35
Autres	-0,09
Ecarts sur l'ajustement VE / Valeur des CP	-0,09
Expert	**8,32**

[21] L'analyse des performances financières de HAVAS fait apparaître une forte croissance de son activité sur ses trois dernières années.

Ces écarts appellent les commentaires suivants :

- Nous avons retenu comme date de référence pour le calcul de l'ajustement entre valeur d'entreprise et valeur des capitaux propres la date du 31 décembre 2016[22] tandis que les Banques Présentatrices ont retenu le 30 juin 2017[23].

- Nous avons tenu compte d'une part d'un taux d'imposition normatif calculé à partir de la répartition géographique de l'activité de HAVAS (32% puis 31% compte tenu des évolutions du taux d'imposition votées en France) et d'autre part de la valeur des déficits reportables dans l'ajustement entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres. De leur côté, les Banques Présentatrices ont retenu un taux d'imposition de 30% pour appréhender l'effet conjoint du taux d'imposition et des déficits reportables.

- Nous avons retenu un taux d'actualisation de 8,7% tandis que les Banques Présentatrices ont retenu un taux de 8,1%.

- Nous avons actualisé les flux au 31 août 2017 tandis que les Banques Présentatrices ont retenu la date du 30 juin 2017.

- Nous retenons des décaissements liés aux investissements et à la variation du BFR plus importants que les Banques Présentatrices pour deux raisons. Tout d'abord, nos flux d'investissement sont plus importants du fait de notre modélisation des flux liés aux acquisitions envisagées. Ensuite, nous considérons, sur la base de l'analyse de l'évolution du bilan économique de HAVAS sur une période de dix ans, que la croissance de l'activité ne génèrera pas de ressource de BFR supplémentaire à l'inverse des Banques Présentatrices.

- En termes d'ajustement entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres, nous observons quelques écarts avec les Banques Présentatrices, en dehors du point relatif aux déficits reportables. Le principal concerne les décaissements liés aux clauses de rachat des intérêts minoritaires et aux clauses de compléments de prix. Nous considérons que ces montants sont déjà actualisés dans les comptes alors que les Banques présentatrices considèrent qu'ils doivent encore être actualisés (impact de 0,11€ par titre).

- Le solde des écarts (-0,09€ par titre) est principalement lié au fait que nous avons ajusté les prévisions au titre de l'année 2017 suite à la publication des résultats du premier semestre (-0,12€ par titre).

7.3. Méthode des comparables boursiers

Les différences de valeur par titre dans la mise en œuvre de la méthode des comparables boursiers sont les suivantes :

- Nous avons considéré que l'agrégat le plus pertinent à utiliser était l'EBITDA tandis que les Banques présentatrices ont également retenu le résultat opérationnel courant (ROC) et l'EBIT ;

[22] Ce qui signifie que nous retenons l'ajustement déterminé au 31 décembre 2016 ainsi que la totalité du flux de l'année 2017.

[23] Ce qui signifie que les Banques Présentatrices retiennent l'ajustement déterminé au 30 juin 2017 ainsi que la moitié du flux de l'année 2017.

- nous avons retenu la date du 29 août alors que les calculs des Banques présentatrices ont pris pour référence deux dates, l'une au 10 mai (fourchette haute de la valeur de HAVAS) et l'autre au 23 août (fourchette basse de cette valeur) ;

- les Banques présentatrices ont calculé un ajustement entre la valeur d'entreprise et la valeur des capitaux propres tenant compte d'un ajustement au titre du BFR (76 M€) alors que nous n'avons pas retenu un tel ajustement faute de pouvoir le mettre en œuvre pour les comparables.

8. Conclusion sur le caractère équitable de l'Offre

Notre rapport est établi dans le cadre de l'appréciation du caractère équitable des conditions financières de l'Offre publique d'achat simplifiée sur les titres HAVAS initiée par la société VIVENDI au prix de 9,25€ suite à l'acquisition d'un Bloc majoritaire auprès du Groupe Bolloré.

Notre conclusion est rendue au regard des considérations suivantes :

- L'Offre est une offre obligatoire du point de vue de l'Initiateur tandis qu'elle est facultative du point de vue des actionnaires minoritaires.

  Ces derniers auront en effet la possibilité d'y répondre favorablement ou non dans la mesure où l'Initiateur a annoncé son intention de ne pas demander à l'AMF la mise en œuvre de la procédure de retrait obligatoire, ni de demander à Euronext Paris la radiation des actions de HAVAS.

- Le prix d'Offre est équivalent au prix payé pour l'acquisition du Bloc majoritaire sachant que le contrat d'acquisition du Bloc ne prévoit aucun complément de prix ni accords connexes.

- Le prix d'Offre fait apparaître une prime par rapport à l'ensemble des valeurs obtenues à partir des méthodes que nous avons mises en œuvre et des références que nous avons utilisées :

  - la prime offerte est de 11% par rapport à la valeur centrale obtenue par la méthode des DCF ;

  - la prime offerte est comprise entre 24% et 47% par rapport aux valeurs obtenues par la méthode des comparables boursiers ;

  - la prime offerte est de 3,6% par rapport à la médiane des objectifs de cours des analystes financiers (coupon détaché) avant l'annonce de l'acquisition du Bloc sachant que cet objectif était biaisé à la hausse par l'anticipation d'une possible opération sur HAVAS ;

  - la prime offerte est comprise entre 11% et 20% par rapport à la référence aux moyennes de cours sachant que le cours intégrait également un aspect spéculatif.

Ces primes matérialisent le fait que l'Initiateur envisage que l'opération génèrera des synergies dont il est difficile d'estimer le montant et la répartition entre HAVAS et VIVENDI.

Les actionnaires apportant à l'Offre bénéficieront de manière immédiate de la valeur « standalone » de HAVAS - c'est-à-dire la valeur de HAVAS dans le cadre d'une gestion indépendante – et, au travers de la prime offerte, d'une quote-part des synergies envisagées dans le cadre du rapprochement avec VIVENDI.

Sur ces bases, nous estimons que le prix d'Offre de 9,25€ est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de HAVAS.

Fait à Paris, le 1er septembre 2017

L'expert indépendant

Cabinet Didier Kling & Associés

Anne Nouquati Didier Kling