

NOTE D'INFORMATION

ETABLIE PAR LA SOCIETE

Lagardère

EN REPONSE A L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT VISANT LES ACTIONS DE
LA SOCIETE LAGARDERE SA INITIEE PAR LA SOCIETE

vivendi



En application de l'article L. 621-8 du code monétaire et financier et de l'article 231-26 de son règlement général, l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») a, en application de la décision de conformité de l'offre publique d'achat en date du 12 avril 2022, apposé le visa n°22-107 sur la présente note en réponse (la « **Note en Réponse** »). Cette Note en Réponse a été établie par la société Lagardère SA et engage la responsabilité de ses signataires.

Le visa, conformément aux dispositions de l'article L. 621-8-1 I du code monétaire et financier, a été attribué après que l'AMF a vérifié « *si le document est complet et compréhensible, et si les informations qu'il contient sont cohérentes* ». Il n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

AVIS IMPORTANT

En application des dispositions des articles 231-19 et 261-1 du règlement général de l'AMF (le « **RGAMF** »), le rapport du cabinet Eight Advisory agissant en qualité d'expert indépendant est inclus dans la présente Note en Réponse.

Des exemplaires de la Note en Réponse sont disponibles sur les sites Internet de l'AMF (www.amf-france.org) et de Lagardère SA (www.lagardere.com) et peuvent être obtenus sans frais sur simple demande auprès de Lagardère SA (4 rue de Presbourg, 75116 Paris).

Conformément à l'article 231-28 du RGAMF, les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de Lagardère SA seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre selon les mêmes modalités.

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

TABLE DES MATIERES

1. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES ET CONDITIONS DE L'OFFRE	3
1.1. PRESENTATION DE L'OFFRE.....	3
1.2. RAPPEL DES PRINCIPAUX TERMES DE L'OFFRE.....	4
1.3. AJUSTEMENTS DES TERMES DE L'OFFRE PRINCIPALE.....	6
1.4. DROITS DE CESSIION ATTRIBUES DANS LE CADRE DE L'OFFRE SUBSIDIAIRE.....	7
1.5. CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE.....	11
2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION	15
2.1. COMPOSITION DU CONSEIL D'ADMINISTRATION.....	15
2.2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION.....	15
3. INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LAGARDERE	27
4. INTENTION DE LA SOCIETE QUANT AUX ACTIONS AUTO-DETENUES	28
5. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE	28
6. ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	28
6.1. STRUCTURE ET REPARTITION DU CAPITAL DE LA SOCIETE.....	28
6.2. SITUATION DES BENEFICIAIRES D'ACTIONNAIRES GRATUITES.....	29
6.3. RESTRICTIONS STATUTAIRES A L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE ET AUX TRANSFERTS D'ACTIONNAIRES OU CLAUSES DES CONVENTIONS PORTEES A LA CONNAISSANCE DE LA SOCIETE EN APPLICATION DE L'ARTICLE L. 233-11 DU CODE DE COMMERCE.....	31
6.4. CONVENTIONS PORTEES A LA CONNAISSANCE DE LA SOCIETE EN APPLICATION DE L'ARTICLE L. 233-11 DU CODE DE COMMERCE.....	31
6.5. PARTICIPATIONS DIRECTES ET INDIRECTES AU CAPITAL DE LA SOCIETE AYANT FAIT L'OBJET D'UNE DECLARATION DE FRANCHISSEMENTS DE SEUILS OU D'UNE DECLARATION D'OPERATION SUR TITRES EN APPLICATION DES ARTICLES L. 233-7 ET L. 233-12 DU CODE DE COMMERCE.....	31
6.6. LISTE DES DETENTEURS DE TITRES LAGARDERE COMPORTANT DES DROITS DE CONTROLE SPECIAUX ET DESCRIPTION DE CEUX-CI.....	33
6.7. MECANISMES DE CONTROLE PREVUS DANS UN EVENTUEL SYSTEME D'ACTIONNARIAT DU PERSONNEL, QUAND LES DROITS DE CONTROLE NE SONT PAS EXERCES PAR CE DERNIER.....	33
6.8. ACCORDS DONT LA SOCIETE A CONNAISSANCE ET QUI PEUVENT ENTRAINER DES RESTRICTIONS AU TRANSFERT D'ACTIONNAIRES ET A L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE.....	34
6.9. REGLES APPLICABLES A LA NOMINATION ET AU REMPLACEMENT DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION AINSI QU'A LA MODIFICATION DES STATUTS DE LAGARDERE.....	34
6.10. POUVOIRS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION, EN PARTICULIER CONCERNANT L'EMISSION OU LE RACHAT D'ACTIONNAIRES.....	35
6.11. ACCORDS CONCLUS PAR LAGARDERE ETANT MODIFIES OU PRENANT FIN EN CAS DE CHANGEMENT DE CONTROLE DE LAGARDERE.....	37
6.12. ACCORDS PREVOYANT DES INDEMNITES POUR LES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION OU LES SALAIRES DE LA SOCIETE, S'ILS DEMISSIONNENT OU SONT LICENCIES SANS CAUSE REELLE ET SERIEUSE OU SI LEUR EMPLOI PREND FIN EN RAISON D'UNE OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT OU D'ECHANGE.....	39
7. REUNION DU COMITE DE GROUPE DE LAGARDERE	39
8. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	40
9. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE	40
10. PERSONNES RESPONSABLES DU CONTENU DE LA NOTE EN REPOSE	40

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

1.1. Présentation de l'Offre

En application du Titre III du Livre II et plus particulièrement des articles 232-1 et suivants et 234-2 du RGAMF, Vivendi SE, société européenne sise 42 avenue de Friedland, 75008 Paris, enregistrée sous le numéro 343 134 763 RCS Paris (« **Vivendi** » ou l'« **Initiateur** »), dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment A du marché réglementé d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0000127771, mnémonique VIV, propose de manière irrévocable aux actionnaires de la société Lagardère SA, société anonyme sise 4 rue de Presbourg, 75116 Paris, enregistrée sous le numéro 320 366 446 RCS Paris (« **Lagardère** » ou la « **Société** »), dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment A du marché réglementé d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0000130213, mnémonique MMB, dans le cadre d'une offre publique d'achat obligatoire (l'« **Offre** ») dont les conditions et termes sont stipulés dans la note d'information établie par l'Initiateur et visée par l'AMF le 12 avril 2022 sous le numéro 22-106 (la « **Note d'Information** ») :

- Soit, à titre principal (l'« **Offre Principale** ») : d'acquérir immédiatement leurs actions Lagardère au prix unitaire de 25,50 euros (droits à distribution attachés¹) ;
- Soit, à titre subsidiaire (l'« **Offre Subsidiaire** ») : de leur attribuer, en contrepartie de leur renonciation à leur droit de participer à l'Offre Principale, pour chaque action Lagardère présentée à l'Offre Subsidiaire et conservée jusqu'à la date (incluse) de clôture de l'Offre, le cas échéant réouverte, un droit de la céder à l'Initiateur au prix de 24,10 euros jusqu'au 15 décembre 2023 (inclus) dans les conditions décrites en section 1.4 ci-après (le « **Droit de Cession** »).

Les actions présentées à l'Offre Subsidiaire resteront la propriété de leurs titulaires, sous réserve de l'application du mécanisme de réduction proportionnelle décrit en section 1.2.3 ci-après, auquel cas les actions présentées à l'Offre Subsidiaire et faisant l'objet de cette réduction seront réputées apportées à l'Offre Principale.

L'Offre fait suite à l'acquisition par l'Initiateur, le 16 décembre 2021, de 24.685.108 actions Lagardère représentant autant de droits de vote, soit une participation de 17,49% du capital et 14,34% des droits de vote théoriques de la Société², auprès de plusieurs véhicules d'investissement d'Amber Capital³ (« **Amber Capital** »), à un prix de 24,10 euros par action Lagardère (l'« **Acquisition du Bloc** »). L'Acquisition du Bloc a été effectuée en exécution d'un contrat d'acquisition signé le 14 septembre 2021 (le « **Contrat d'Acquisition du Bloc** »), tel que décrit en section 1.5.1f ci-après et en section 1.1.1f de la Note d'Information.

L'Offre porte sur la totalité des actions de la Société non détenues par l'Initiateur, soit, à la date de la Note en Réponse et à la connaissance de la Société, un nombre total maximum de

¹ Lagardère a annoncé dans son communiqué de presse du 17 février 2022 que l'assemblée générale des actionnaires de Lagardère devant se tenir le 22 avril 2022 se verra proposer de voter la distribution d'un dividende 2021 de 0,50 euro par action, qui devrait être détaché le 25 avril 2022 et mis en paiement à compter du 27 avril 2022. En cas de détachement de ce dividende à la date envisagée, le prix de l'Offre Principale sera de 25 euros (dividende 2021 détaché).

² Sur la base d'un nombre total de 141.133.286 actions et 172.201.352 droits de vote théoriques de la Société au 30 novembre 2021 (calculés en application de l'article 223-11 I alinéa 2 du RGAMF).

³ A savoir Amber Capital UK LLP (agissant en qualité de *discretionary investment manager* au nom et pour le compte des fonds/filiales d'Amber Capital Investment Management ICAV (i) Amber Active Investors Limited, (ii) Amber Global Opportunities Limited et (iii) Amber Strategic Opportunities Fund, ainsi que Amber Event Europe, un sous-fonds du fonds PriviEdge) et Amber Capital Italia SGR SpA (agissant en qualité de *discretionary investment manager* au nom et pour le compte d'Amber Equity Fund, un sous-fonds du fonds Alpha UCITS SICAV).

77.786.007 actions de la Société représentant au plus 106.887.536 droits de vote, soit 54,98% du capital et 62,66% des droits de vote⁴, déterminé comme suit :

Actions existantes	141.133.286
A la date de la Note en Réponse, actions gratuites susceptibles d'être émises et libres de toute obligation de conservation avant la clôture de l'Offre ou de l'Offre Réouverte à raison de l'acquisition définitive et de la remise des actions dans le cadre des Plans d'AGA n°2 et n°4 (tels que ces termes sont définis à la section 6.2 ci-après)	345.960
<i>Moins actions détenues par l'Initiateur</i>	<i>(63.693.239)</i>
Total des actions visées par l'Offre	77.786.007

A la date de la Note en Réponse, il n'existe pas de titres de capital ou instruments financiers pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital ou aux droits de vote de la Société, autres que les actions gratuites décrites à la section 6.2 ci-après.

Conformément à l'article 231-13 du RGAMF, le 21 février 2022, BNP Paribas, CIC, Lazard Frères Banque, Natixis et Société Générale (les « **Etablissements Présentateurs** ») ont déposé, en qualité d'établissements présentateurs de l'Offre, l'Offre et le projet de note d'information relatif à l'Offre auprès de l'AMF pour le compte de l'Initiateur⁵. BNP Paribas, CIC, Natixis et Société Générale garantissent la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

L'Offre est soumise au seuil de caducité visé à l'article 231-9, I du RGAMF, tel que décrit à la section 2.8 de la Note d'Information.

A la date de la Note en Réponse, le rapprochement entre l'Initiateur et la Société sous-tendu par l'Offre est soumis aux autorisations et agréments décrits aux sections 1.1.6 et 1.1.7 de la Note d'Information (respectivement les autorisations au titre du contrôle des concentrations et les agréments réglementaires de l'ARCOM), qui ne constituent pas des conditions à la réalisation de l'Offre. Conformément à l'article 7(2) du règlement (CE) n°139/2004, Vivendi n'exercera pas les droits de vote attachés à l'ensemble des 25.305.448⁶ actions acquises auprès d'Amber Capital ni aux actions apportées à l'Offre, ni aux actions autrement acquises, jusqu'à l'obtention des autorisations réglementaires requises au titre de la prise de contrôle de Lagardère, sauf en vue de sauvegarder la pleine valeur de son investissement et sur la base d'une dérogation octroyée par la Commission européenne.

1.2. Rappel des principaux termes de l'Offre

En application de l'article 231-13 du RGAMF, les Etablissements Présentateurs agissant pour le compte de l'Initiateur, ont déposé le 21 février 2022 auprès de l'AMF le projet d'Offre ainsi que le projet de note d'information relatif à l'Offre.

L'Offre, qui revêt un caractère obligatoire, sera réalisée selon la procédure normale en application des articles 232-1 et suivants du RGAMF et sera ouverte pour une durée d'au moins 25 jours de négociation.

⁴ Sur la base d'un nombre total de 141.133.286 actions et 170.234.815 droits de vote théoriques de la Société au 31 mars 2022 augmenté des 345.960 actions gratuites susceptibles d'être émises durant l'Offre, le cas échéant Réouverte (calculés en application de l'article 223-11 I alinéa 2 du RGAMF).

⁵ AMF, D&I n°222C0414, 21 février 2022.

⁶ Ce nombre correspond à la somme des 620.340 actions Lagardère, dont l'acquisition auprès d'Amber Capital a été réalisée le 24 septembre 2021 par l'Initiateur, et au Reliquat du Bloc (tel que ce terme est défini en section 1.5.1f ci-après) de 24.685.108 actions Lagardère, dont l'acquisition auprès d'Amber Capital a été réalisée le 16 décembre 2021 par l'Initiateur. Ces acquisitions sont détaillées en section 1.5.1 de la Note en Réponse en section 1.1.1 de la Note d'Information.

Conformément aux dispositions de l'article 232-4 du RGAMF, si l'Offre connaît une suite positive, elle sera automatiquement réouverte dans les dix jours de négociation suivant la publication du résultat définitif de l'Offre, pour une durée d'au moins dix jours de négociation, dans des termes identiques à ceux de l'Offre (l'« **Offre Réouverte** ») (voir la section 2.15 de la Note d'Information).

L'Offre ne sera pas suivie d'une procédure de retrait obligatoire.

Les termes de l'Offre qui sont décrits aux sections 1.2, 1.3, 1.4 ci-après, sont amplement détaillés aux sections 2.1, 2.2 et 2.3 de la Note d'Information.

1.2.1. Offre Principale

A titre principal et conformément à la Note d'Information, l'Initiateur s'est irrévocablement engagé auprès des actionnaires de la Société à acquérir toutes les actions Lagardère qui seront présentées à l'Offre Principale pendant une période d'au moins 25 jours de négociation, à un prix en numéraire de 25,50 euros (droits à distribution attachés).

Il est rappelé que, le 22 avril 2022, l'assemblée générale des actionnaires de Lagardère devra se prononcer sur la proposition du Conseil d'Administration de Lagardère de distribuer un dividende 2021 de 0,50 euro par action, dont le détachement est prévu le 25 avril 2022 et la mise en paiement devrait avoir lieu à compter du 27 avril 2022. Ainsi, en cas de détachement de ce dividende à la date envisagée du 25 avril 2022, soit avant le règlement-livraison de la première période d'Offre (voir le calendrier indicatif de l'Offre figurant en section 2.13 de la Note d'Information), le prix de l'Offre Principale sera de 25 euros (dividende 2021 détaché).

Le prix de l'Offre Principale pourra le cas échéant faire l'objet des ajustements indiqués en section 1.3 ci-après et en section 2.2 de la Note d'Information.

Les actions présentées à l'Offre Subsidaire durant la première période d'Offre ne devront pas être présentées à l'Offre Principale ni à l'Offre Subsidaire durant l'Offre Réouverte.

1.2.2. Offre Subsidaire

A titre subsidiaire et conformément à la Note d'Information, en contrepartie de leur renonciation à leur droit de participer à l'Offre Principale, l'Initiateur s'est irrévocablement engagé à attribuer aux actionnaires de la Société qui présenteront leurs actions de la Société à l'Offre Subsidaire et les conserveront jusqu'à la date (inclusive) de clôture de l'Offre, le cas échéant Réouverte, un Droit de Cession par action présentée à l'Offre Subsidaire. Chaque Droit de Cession permettra aux actionnaires de la Société de céder, durant la Période d'Exercice (telle que définie en section 1.4.3 ci-après), une action de la Société (sous réserve des éventuels ajustements indiqués en section 1.4.4 ci-après) à l'Initiateur au prix de 24,10 euros payable en numéraire. Aucun ajustement de ce prix ne sera réalisé en cas de détachement d'un dividende ordinaire, en ce compris le dividende de 0,50 euro dont le versement est prévu au titre de l'exercice 2021 et le dividende ordinaire qui sera éventuellement versé en 2023 au titre de l'exercice 2022.

Les caractéristiques des Droits de Cession sont détaillées en section 1.4.2 ci-après et en section 2.3.2 de la Note d'Information.

Les actions présentées à l'Offre Subsidaire durant la première période d'Offre ne devront pas être présentées à l'Offre Principale ni à l'Offre Subsidaire durant l'Offre Réouverte.

Les actionnaires ne devront pas exercer les Droits de Cession qui leur seront attribués à raison de la présentation d'actions à l'Offre Subsidaire durant la première période d'Offre dans l'hypothèse où ils auraient donné une instruction de transfert de ces actions avant la date de clôture (inclusive) de l'Offre Réouverte.

1.2.3. Limite à l'Offre Subsidaire et mécanisme de réduction proportionnelle

Conformément à la Note d'Information, dans le cas où le nombre d'actions apportées à l'Offre Principale lors de la première période d'Offre serait insuffisant pour permettre à l'Initiateur d'atteindre le Seuil de Caducité (tel que ce terme est défini en section 2.8 de la Note d'Information), l'Initiateur acquerra en numéraire au prix de l'Offre Principale la quotité d'actions présentées à l'Offre Subsidaire nécessaire pour atteindre 51% du capital de la Société existant à la date de clôture de la première période d'Offre, soit à ce jour 71.977.976 actions.

Ce report vers l'Offre Principale d'une partie des actions présentées à l'Offre Subsidaire durant la première période d'Offre entraînera une réduction proportionnelle de chacun des ordres de présentation à l'Offre Subsidaire. En conséquence, les actionnaires qui présentent leurs actions à l'Offre Subsidaire durant la première période d'Offre acceptent par avance de céder immédiatement tout ou partie de ces actions, dans le cadre de l'Offre Principale, dans l'éventualité où (i) le nombre d'actions apportées à l'Offre Principale lors de la première période d'Offre serait insuffisant pour permettre à l'Initiateur d'atteindre le Seuil de Caducité et (ii) l'acquisition de ces actions serait nécessaire pour permettre à l'Initiateur d'atteindre 51% du capital de la Société existant à la date de clôture de la première période d'Offre.

Si l'application du taux de réduction n'aboutissait pas à un nombre entier d'actions, le nombre d'actions présentées à l'Offre Subsidaire serait arrondi au nombre entier immédiatement inférieur, et l'action formant rompu serait apportée à l'Offre Principale.

1.3 Ajustements des termes de l'Offre Principale

Conformément à la Note d'Information, si la Société devait procéder à une Distribution (tel que ce terme est défini ci-après), sous quelque forme que ce soit, dont la date de référence à laquelle il faut être actionnaire pour y avoir droit est fixée au plus tard à la date de règlement-livraison de l'Offre (incluse) ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte (incluse), le prix de l'Offre Principale sera ajusté afin de tenir compte de cette Distribution.

Pour les besoins du présent paragraphe, une « **Distribution** » signifie le montant par action de toute distribution sous quelque forme que ce soit (en numéraire ou en nature), en ce compris (a) toute distribution d'un dividende, d'un acompte sur dividendes, de réserves ou de primes ou (b) de tout amortissement ou toute réduction par la Société de son capital, ou toute acquisition ou rachat de ses propres actions par la Société, dans tous les cas à une date antérieure au règlement-livraison de l'Offre ou, le cas échéant de l'Offre Réouverte.

Il est rappelé que, dans le cas où l'assemblée générale des actionnaires de Lagardère devant se tenir le 22 avril 2022 approuverait la proposition du Conseil d'Administration de distribuer un dividende 2021 de 0,50 euro par action, qui devrait être détaché le 25 avril 2022 et mis en paiement à compter du 27 avril 2022, le prix de l'Offre Principale sera de 25 euros (dividende 2021 détaché).

De la même manière, en cas d'opération ayant un impact sur le capital de la Société (notamment fusion, scission, division ou regroupement d'actions, distribution d'actions gratuites au titre des actions existantes par incorporation de réserves ou bénéfices) décidée durant la même période et dont la date de référence à laquelle il faut être actionnaire pour y avoir droit est fixée au plus tard à la date de règlement-livraison de l'Offre (incluse) ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte (incluse), le prix offert par action sera ajusté afin de prendre en compte l'impact de ladite opération.

A l'exception de l'ajustement résultant du détachement du dividende 2021, tout ajustement du prix de l'Offre Principale fera l'objet de la publication d'un communiqué de presse qui sera soumis à l'accord préalable de l'AMF.

1.4 Droits de Cession attribués dans le cadre de l'Offre Subsidaire

1.4.1 Attribution des Droits de Cession

Conformément à la Note d'Information, sous réserve de l'application du dispositif de réduction proportionnelle décrit en section 1.2.3 ci-avant, en contrepartie de la renonciation au droit de participer à l'Offre Principale des actionnaires ayant opté pour l'Offre Subsidaire, l'Initiateur attribuera à chacun d'eux un Droit de Cession par action Lagardère ayant été présentée à l'Offre Subsidaire, sous réserve qu'elle ait été conservée par son titulaire jusqu'à la date (incluse) de clôture de l'Offre, le cas échéant Réouverte (la « **Date de Référence** »).

Les personnes bénéficiant des Droits de Cession sont ci-après dénommées les « **Bénéficiaires** ».

Conformément à la Note d'Information, les Droits de Cession seront transférés par Société Générale Securities Services (affilié 042) à Euronext Paris à la date du règlement-livraison de la première période d'Offre et de l'Offre Réouverte, chacune étant mentionnée dans un avis d'Euronext Paris, après réalisation de la centralisation par Euronext Paris des ordres d'apport à la première période d'Offre et à l'Offre Réouverte. Euronext Paris créditera les Droits de Cession ainsi que toutes les actions Lagardère présentées à l'Offre Subsidaire, et non reportées le cas échéant vers l'Offre Principale conformément au mécanisme de réduction proportionnelle décrit à la section 1.2.3 ci-avant, sur les comptes des affiliés ayant participé à l'Offre Subsidaire. Les intermédiaires teneurs de comptes inscriront ensuite les Droits de Cession revenant aux Bénéficiaires aux comptes sur lesquels sont inscrites les actions Lagardère présentées à l'Offre Subsidaire à raison d'un Droit de Cession attribué par action.

Les engagements financiers de l'Initiateur au titre de l'exercice des Droits de Cession sont garantis par BNP Paribas, CIC, Natixis et Société Générale, en leurs qualités d'établissements présentateurs garants de l'Offre, conformément à l'article 231-8 *in fine* du RGAMF.

1.4.2 Caractéristiques des Droits de Cession

Chaque Droit de Cession conférera à son titulaire le droit de céder à l'Initiateur une action Lagardère (sous réserve des éventuels ajustements indiqués en section 1.4.4 ci-après) au prix de 24,10 euros durant la Période d'Exercice (telle que définie en section 1.4.3 ci-après).

Les Droits de Cession sont des droits de créance qui ne sont ni des valeurs mobilières ni des titres financiers. Ils ne feront l'objet d'aucune demande d'admission aux négociations sur un marché réglementé ou un système multilatéral ou organisé de négociation, en France ou à l'étranger. Ils seront cessibles mais non négociables. La cession par un Bénéficiaire de ses Droits de Cession sera régie par les articles 1321 et suivants du code civil et devra être notifiée sans délai par le Bénéficiaire cédant ou le cessionnaire à Société Générale Securities Services (nantes.gis-op-titres@sgss.socgen.com). Les Droits de Cession seront admis aux opérations d'Euroclear France.

Les Droits de Cession seront soumis au droit français.

Vivendi a indiqué ne pas avoir l'intention d'acquérir des Droits de Cession, à l'exception des Droits de Cession qui lui seront livrés dans le cadre de leur exercice.

Il est précisé qu'en cas de transfert par les Bénéficiaires, après la date de clôture de l'Offre Réouverte⁷, des actions Lagardère au titre desquelles les Droits de Cession ont été attribués, les Droits de Cession resteront inscrits aux comptes des Bénéficiaires, à charge pour eux, s'ils veulent les exercer, de faire l'acquisition des actions Lagardère nécessaires avant l'expiration

⁷ Il est rappelé que les actionnaires ne devront pas exercer les Droits de Cession qui leur seront attribués à raison de la présentation d'actions à l'Offre Subsidaire durant la première période d'Offre dans l'hypothèse où ils auraient donné une instruction de transfert de ces actions avant la date de clôture (incluse) de l'Offre Réouverte.

de la Période d'Exercice (telle que définie ci-après) leur permettant de bénéficier, pour chaque action Lagardère ainsi cédée (sous réserve des éventuels ajustements décrits à la section 1.4.4 ci-après), d'un prix de 24,10 euros. Aucun ajustement de ce prix ne sera réalisé en cas de détachement d'un dividende ordinaire, en ce compris le dividende de 0,50 euro dont le versement est prévu au titre de l'exercice 2021 et le dividende ordinaire qui sera éventuellement versé au titre de l'exercice 2022.

1.4.3 Exercice des Droits de Cession

Conformément à la Note d'Information, la période d'exercice des Droits de Cession est fixée entre le lendemain de la date de règlement-livraison de l'Offre Réouverte et le 15 décembre 2023 (la « **Période d'Exercice** »), ces deux dates étant incluses dans la Période d'Exercice. Les Droits de Cession non exercés à l'issue de la Période d'Exercice seront caducs.

Les actionnaires ne devront pas exercer les Droits de Cession qui leur seront attribués à raison de la présentation d'actions à l'Offre Subsidaire durant la première période d'Offre dans l'hypothèse où ils auraient donné une instruction de transfert de ces actions avant la date de clôture (incluse) de l'Offre Réouverte.

Société Générale Securities Services sera chargé de centraliser les opérations d'exercice des Droits de Cession (l'« **Agent Centralisateur** »). Ses honoraires seront à la charge de l'Initiateur.

Chaque Droit de Cession ne donne droit à céder à l'Initiateur qu'une seule action (sous réserve des éventuels ajustements décrits à la section 1.4.4 ci-après) et ne pourra être exercé qu'une seule fois. En cas d'exercice, il sera éteint de plein droit et devra être débité du compte du Bénéficiaire concerné ; l'action et le Droit de Cession correspondants seront concomitamment déposés auprès de l'Agent Centralisateur par son intermédiaire financier de manière à ce qu'ils soient transférés du compte du Bénéficiaire concerné vers celui de l'Initiateur.

Pour exercer leurs Droits de Cession, durant la Période d'Exercice les Bénéficiaires devront remettre une demande d'exercice à l'intermédiaire financier auprès duquel leurs Droits de Cession sont inscrits en compte et présenter les actions concernées. Cette demande, qui devra être conforme au modèle de formulaire mis à la disposition des Bénéficiaires par leur intermédiaire financier, précisera notamment :

- Le nombre de Droits de Cession exercés, qui correspondra au nombre d'actions Lagardère devant être cédées à l'Initiateur au titre de l'exercice des Droits de Cession ; et
- Les références du compte du Bénéficiaire devant être débité du nombre de Droits de Cession et du nombre d'actions Lagardère cédées.

L'intermédiaire financier devra ensuite déposer un formulaire de participation à l'Agent Centralisateur, selon le modèle qui sera établi par ce dernier, concomitamment au transfert des actions et des Droits de Cession correspondants.

Le paiement correspondant sera effectué dans les 15 jours de négociation suivant réception de l'ensemble des éléments nécessaires, à savoir le formulaire de participation mentionné ci-avant ainsi que les actions Lagardère, les Droits de Cession et les bordereaux de référence nominative (BRN) de radiation correspondants.

Les actions cédées au titre de l'exercice des Droits de Cession devront être librement négociables et libres de tout privilège, gage, nantissement ou autre sûreté ou restriction de quelque nature que ce soit et restreignant le libre transfert de leur propriété. L'Initiateur se réserve le droit de ne pas acquérir toute action qui ne répondrait pas à cette condition.

Les Bénéficiaires dont les actions seront inscrites en compte sous la forme « nominatif pur » dans les registres de la Société, tenus à ce jour par Société Générale Securities Services (32 rue du Champ de Tir – CS 30812 – 44308 NANTES cedex 3) souhaitant exercer leurs Droits de Cession sont invités à les exercer selon les modalités et par l'intermédiaire du formulaire qui leur seront communiquées par Société Générale Securities Services en tant que teneur de compte de titres nominatifs de la Société.

Tous les impôts et frais éventuels découlant de l'exercice des Droits de Cession incomberont aux Bénéficiaires.

1.4.4 Ajustement éventuel des conditions de mise en œuvre des Droits de Cession

Conformément à la Note d'Information, dès attribution des Droits de Cession, pour toute opération visée ci-après qui modifierait la part d'actif net représentée par une action Lagardère, ou qui substituerait un titre nouveau à l'action Lagardère, le maintien des droits des titulaires de Droits de Cession sera assuré par un ajustement des conditions d'exercice. Cet ajustement sera réalisé selon les modalités définies ci-après de telle sorte qu'il égalise la valeur des actions cédées qui aurait été obtenue en cas d'exercice des Droits de Cession avant la réalisation de l'une des opérations concernées et la valeur des actions qui sera obtenue en cas d'exercice des Droits de Cession après réalisation de l'opération.

Du fait de l'opération concernée, le Bénéficiaire devra livrer « c » actions (les modalités de calcul de « c » étant détaillées ci-après) résultant de l'opération par Droit de Cession exercé pour recevoir le prix d'exercice de 24,10 euros. Ce coefficient « c » sera arrondi par excès à la quatrième décimale la plus proche.

Dans l'hypothèse où, après regroupement des Droits de Cession exercés par un même Bénéficiaire, ce Bénéficiaire devrait livrer un nombre d'actions comportant une fraction formant « rompu », il livrera le nombre d'actions immédiatement inférieur pour exercer ses Droits de Cession (les « **Actions Livrées** »), étant entendu que le Bénéficiaire sera auquel cas considéré comme ayant expressément renoncé à tout droit, en ce compris à paiement, sur l'action formant rompu. En contrepartie des Actions Livrées, il sera soustrait au versement en espèces dû au titre de l'exercice des Droits de Cession, une somme (en euro, arrondi au centime d'euro le plus proche, étant précisé que 0,5 centime d'euro sera arrondi à un centime d'euro) égale à la valeur du « rompu », évaluée par rapport au prix d'exercice du Droit de Cession, soit 24,10 euros, multiplié par le coefficient de parité d'ajustement « c » (afin d'obtenir la valeur théorique garantie de l'action résultant de l'opération).

Les distributions, ordinaires et exceptionnelles, payées ou annoncées par Lagardère à compter de la Date de Référence reviendront aux Bénéficiaires qui auront la qualité d'actionnaires de Lagardère au jour de la date de détachement des distributions en question, étant précisé que les distributions exceptionnelles feront l'objet des ajustements mentionnés ci-dessous.

Définition du coefficient d'ajustement (« c »)

- i. En cas d'émission par Lagardère d'instruments financiers comportant un droit préférentiel de souscription admis aux négociations, « c » sera égal au rapport :

$$\frac{\text{Valeur de l'action ex-droit de souscription} + \text{valeur du droit de souscription}}{\text{Valeur de l'action ex-droit de souscription}}$$

Pour le calcul de ce rapport, les valeurs de l'action ex-droit et du droit de souscription seront déterminées d'après la moyenne des cours d'ouverture constatés sur Euronext Paris, pendant toute la période de souscription, aussi longtemps que les actions et les droits de souscription seront admis simultanément aux négociations, cette période n'excédant en aucun cas la Période d'Exercice.

- ii. En cas d'augmentation de capital de Lagardère par incorporation de réserves, bénéfiques ou primes d'émission entraînant une attribution d'actions gratuites (à l'exclusion des actions Lagardère attribuées gratuitement aux salariés et mandataires sociaux du groupe Lagardère) ainsi qu'en cas de paiement d'un dividende en actions ou de division ou de regroupement d'actions, « c » sera égal au rapport :

$$\frac{\text{Nombre d'actions existant après l'opération}}{\text{Nombre d'actions existant avant l'opération}}$$

- iii. En cas de distribution exceptionnelle⁸ de réserves, de prime d'émission, d'apport ou de fusion par Lagardère, en numéraire ou en titres, « c » sera égal au rapport :

$$\frac{\text{Valeur de l'action avant la distribution}}{\text{Valeur de l'action avant la distribution} \\ - \text{montant en numéraire distribué} \\ \text{ou valeur des titres remis par action}}$$

Pour le calcul de ce rapport :

- La valeur de l'action Lagardère avant la distribution sera déterminée d'après la moyenne des cours d'ouverture constatés sur Euronext Paris pour les actions Lagardère pendant dix jours de négociation consécutifs qui précéderont celui de la distribution ;
- La valeur des titres remis par action Lagardère sera établie :
 - o soit d'après la moyenne des cours d'ouverture constatés pour ces titres pendant les dix jours de négociation consécutifs qui suivront celui de la distribution s'il s'agit de titres admis aux négociations ;
 - o soit d'après le premier cours de cotation pour ces titres s'ils sont admis aux négociations à raison de leur distribution par Lagardère ;
 - o soit à partir d'une valeur déterminée par une banque d'affaires de renommée internationale désignée d'un commun accord entre le représentant de la masse des Bénéficiaires et l'Initiateur ou, à défaut d'accord entre eux, par le Président du Tribunal de commerce de Paris statuant sur requête.

Il ne sera procédé à aucun ajustement pour tenir compte d'éventuels dividendes ordinaires⁸ payés ou annoncés par Lagardère à compter de la Date de Référence, en ce compris le dividende de 0,50 euro dont le versement est prévu au titre de l'exercice 2021 et le dividende ordinaire qui sera éventuellement versé au titre de l'exercice 2022.

- iv. En cas d'absorption de Lagardère, de fusion avec une ou plusieurs autres sociétés dans une société nouvelle, ou de scission de Lagardère au profit de plusieurs sociétés existantes ou nouvelles, « c » sera égal au rapport d'échange des actions Lagardère contre des actions de la société absorbante ou nouvelle, ou des sociétés issues de la scission.

En cas d'opération entraînant un ajustement des conditions de mise en œuvre des Droits de Cession, leurs titulaires en seront informés par avis mis en ligne par Euronext et diffusé au Bulletin des annonces légales obligatoires (BALO).

⁸ A savoir toute distribution qualifiée comme telle par la Société conformément à sa pratique passée.

Tout ajustement décidé à ce titre sera soumis à l'appréciation de l'AMF et fera l'objet d'un communiqué de presse de l'Initiateur.

1.4.5 Modification des caractéristiques des Droits de Cession

Les Bénéficiaires seront groupés de plein droit pour la défense de leurs intérêts communs en une masse jouissant de la personnalité civile dont les modalités de fonctionnement obéiront en tous points au régime applicable aux masses des obligataires figurant aux articles L. 228-46 et suivants du code de commerce.

Le premier représentant de la masse des Bénéficiaires sera Aether Financial Services (36, rue de Monceau, 75008 Paris). Conformément à l'article L. 228-53 du code de commerce, il aura, sauf restriction décidée par l'assemblée générale des Bénéficiaires, le pouvoir d'accomplir au nom de la masse tous les actes de gestion pour la défense des intérêts communs des Bénéficiaires.

1.5 Contexte et motifs de l'Offre

1.5.1. Contexte

Le contexte de l'Offre est plus amplement détaillé à la section 1.1 de la Note d'Information de l'Initiateur.

Il est rappelé à titre liminaire que la Société avait la forme de société en commandite par actions (SCA) jusqu'au 30 juin 2021, date à laquelle elle a été transformée en société anonyme à Conseil d'Administration (voir le paragraphe e. ci-après et la section 1.1.1e de la Note d'Information). Sous son ancienne forme de SCA, les gérants et associés commandités de la Société étaient M. Arnaud Lagardère et la société Arjil-Commanditée (ARCO), elle-même indirectement contrôlée par M. Arnaud Lagardère.

a. L'entrée de L'Initiateur au capital de Lagardère (mars 2020)

L'Initiateur a commencé à acquérir sur le marché des actions Lagardère le 31 mars 2020.

Il a franchi le seuil de 1% du capital et des droits de vote le 7 avril 2020, puis a progressivement augmenté sa participation jusqu'à détenir le 5 mai 2020, date de l'assemblée générale annuelle 2020 de Lagardère, 13,02% du capital et 9,75% des droits de vote.

b. La constitution du concert entre les familles Arnault et Lagardère (annonce de mai 2020)

Le 25 mai 2020, Groupe Arnault a annoncé son projet d'acquérir environ 25% du capital de Lagardère Capital⁹ et la constitution d'une action de concert entre les familles Arnault et Lagardère vis-à-vis de la Société.

Le 24 septembre 2020, ont été annoncées la concrétisation de ce rapprochement et la détention par Groupe Arnault, société contrôlée par le groupe familial Arnault, à travers sa filiale Financière Agache, de 27,08% du capital de Lagardère Capital et 7,75% du capital et 5,89% des droits de vote de Lagardère.

A cette occasion, les familles Arnault et Lagardère ont rendu public leur pacte d'actionnaires concertant¹⁰. Ce concert détenait 15,01% du capital et 16,93% des droits de vote de Lagardère.

⁹ Société holding de M. Arnaud Lagardère à travers laquelle il détient l'essentiel de sa participation dans la Société et contrôle ARCO, anciennement associé commandité et gérant de Lagardère SCA.

¹⁰ AMF, D&I n°220C3883, 25 septembre 2020.

c. La conclusion d'un pacte d'actionnaires entre l'Initiateur et Amber Capital et les initiatives des parties en vue de son exécution (juillet 2020)

L'Initiateur et Amber Capital ont conclu, le 10 août 2020, un pacte d'actionnaires relatif à Lagardère¹¹.

Aux termes de ce pacte, l'Initiateur et Amber Capital sont convenus d'engager des démarches auprès de Lagardère afin que siègent au conseil de surveillance des membres dont ils auraient présenté la candidature. L'Initiateur et Amber Capital se sont également consentis, pour cinq ans, un droit de première offre et un droit de préemption réciproques.

d. La poursuite des acquisitions d'actions Lagardère sur le marché par l'Initiateur (mars 2020 – janvier 2021)

Entre le 31 mars 2020 et le 29 janvier 2021, l'Initiateur a acquis un total de 38.387.941 actions Lagardère représentant, au 29 janvier 2021, 29,27% du capital et 22,68% des droits de vote.

L'Initiateur n'a plus acquis d'actions Lagardère sur le marché depuis cette date.

e. Transformation de Lagardère en société anonyme à Conseil d'Administration (juin 2021)

Accords en vue de la transformation de Lagardère en société anonyme à Conseil d'Administration

Le 27 avril 2021, la Société a adressé à chacun de ses principaux actionnaires commanditaires, à savoir l'Initiateur, Amber Capital, Qatar Holding LLC, Financière Agache et Lagardère Capital un projet de courrier contenant les principales modalités d'un projet de transformation de Lagardère SCA en société anonyme à Conseil d'Administration.

Le courrier prévoyait notamment le montant de l'indemnisation des associés commandités pour la perte de leurs droits, la répartition des sièges au sein du futur Conseil d'Administration et les règles relatives à ses délibérations, ainsi que la désignation de M. Arnaud Lagardère en tant que président-directeur général et de M. Pierre Leroy en tant que directeur général délégué.

Chacun des actionnaires principaux a individuellement formalisé son accord sur les termes du courrier qui lui a été adressé.

Les termes des accords signés le 27 avril 2021 sont détaillés en section 6.11.1 ci-après et en section 1.1.1e de la Note d'Information. La composition actuelle du Conseil d'Administration est par ailleurs présentée à la section 2.1 de la présente Note en Réponse.

Transformation de Lagardère en société anonyme à Conseil d'Administration et indemnisation des associés commandités

Les conditions à la transformation de Lagardère en société anonyme à Conseil d'Administration ayant été remplies (voir la section 1.1.1e de la Note d'Information), la transformation de Lagardère a pris effet le 30 juin 2021.

En indemnisation de la perte par les associés commandités de la Société, à savoir M. Arnaud Lagardère et ARCO, des droits pécuniaires et extra-pécuniaires attachés à leur statut, l'assemblée générale des commanditaires du 30 juin 2021 a décidé d'attribuer à chacun d'eux cinq millions d'actions nouvelles de la Société d'une valeur nominale de 6,10 euros. Cette attribution a été réalisée par le biais d'une augmentation du capital social de la Société d'un montant total de 61 millions d'euros par prélèvement de cette somme sur le compte « *primes et autres réserves* ». Ces actions ordinaires nouvelles portent jouissance à compter du 1^{er} janvier

¹¹ AMF, D&I n°220C2974, 11 août 2020.

2021. Elles ont été assimilées dès leur émission aux actions ordinaires existantes et sont, comme elles, soumises à toutes les stipulations des statuts de la Société sous sa nouvelle forme.

L'indemnisation des associés commandités, correspondant à environ 7,63% du capital social de la Société pré-émission et environ 7,09% du capital post-émission, a fait l'objet d'un rapport d'appréciation¹² établi par le cabinet Ledouble, expert indépendant mandaté par le conseil de surveillance de la Société. Le rapport du cabinet Ledouble, qui peut être consulté en ligne sur le site Internet de la Société (www.lagardere.com), a conclu que ce niveau d'indemnisation s'inscrivait dans la borne basse de son évaluation. Le 30 avril 2021, au vu notamment de ces conclusions, le conseil de surveillance de la Société a émis un avis favorable sur le projet de transformation et les conditions d'indemnisation des associés commandités.

f. Accord en vue de l'acquisition par l'Initiateur de la participation d'Amber Capital dans Lagardère au prix de 24,10 euros par action et du projet d'Offre au même prix (septembre 2021)

En application du droit de première offre stipulé dans le pacte d'actionnaires du 10 août 2020, Amber Capital a informé l'Initiateur, le 10 septembre 2021, de son intention de céder la totalité de ses actions Lagardère et l'a invité à lui faire une offre d'achat.

Le 14 septembre 2021, l'Initiateur a proposé à Amber Capital d'acquérir la totalité de ses 25.305.448 actions Lagardère au prix de 24,10 euros par action¹³, soit un prix total de 609.861.296,80 euros. La proposition de Vivendi a été acceptée par Amber Capital, conduisant à la conclusion du Contrat d'Acquisition du Bloc le 14 septembre 2021.

Aux termes du Contrat d'Acquisition du Bloc, la cession devait être réalisée d'ici au 15 décembre 2022, après obtention des autorisations requises par la réglementation en vigueur pour la prise de contrôle susceptible de résulter de l'offre publique rendue obligatoire par l'acquisition. Si ces autorisations n'avaient pas été obtenues au 15 décembre 2022, l'acquisition aurait dû être réalisée, au même prix de 24,10 euros par action, au profit d'un tiers substitué à Vivendi.

Vivendi a réalisé l'acquisition, dès le 24 septembre 2021, de 620.340 (soit 0,4% du capital de la Société) des 25.305.448 actions Lagardère devant lui être cédées par Amber Capital.

Dans son communiqué d'annonce de l'opération du 15 septembre 2021, l'Initiateur a fait savoir que, en cas de réalisation de l'acquisition des 24.685.108 actions Lagardère restantes (le « **Reliquat du Bloc** »), il détiendrait 45,1% du capital et 36,1% des droits de vote de Lagardère, franchissant ainsi en hausse les seuils de 30% du capital et des droits de vote de Lagardère. Il a indiqué que, par voie de conséquence, il déposerait à titre obligatoire, auprès de l'AMF, un projet d'offre publique au même prix visant toutes les actions Lagardère non encore détenues par lui, conformément à la réglementation applicable, ouvrant de ce fait une période de préoffre au sens de l'article 231-2, 5° du RGAMF¹⁴.

g. La fin du concert entre M. Arnaud Lagardère et le groupe familial Arnault (octobre 2021)

Le 1^{er} septembre 2021, Financière Agache a exercé son option de cession de sa participation dans Lagardère Capital en contrepartie d'actions Lagardère SA, conformément aux termes du

¹² Opinion indépendante non régie par le RGAMF.

¹³ Les distributions ordinaires versées par Lagardère d'ici à la réalisation de la vente auraient bénéficié à Amber Capital, sans modification du prix par action de 24,10 euros, et les autres distributions auraient donné lieu à un ajustement de prix. Aucune distribution n'étant intervenue entre le Contrat d'Acquisition du Bloc et la réalisation de la vente, le prix par action de 24,10 euros payé à Amber Capital est ferme et définitif et n'a fait ni ne fera l'objet d'aucun ajustement.

¹⁴ AMF, D&I n°221C2405, 16 septembre 2021.

pacte d'associés conclu le 24 septembre 2020¹⁵. Le 14 octobre 2021¹⁶, M. Arnaud Lagardère et le groupe familial Arnault ont déclaré la fin de leur action de concert vis-à-vis de Lagardère (voir le paragraphe b. ci-dessus et la section 1.1.1b de la Note d'Information) suite à l'annulation, par voie de réduction de capital intervenue le 13 octobre 2021, de l'intégralité de la participation détenue par le groupe familial Arnault dans la société Lagardère Capital ; cette réduction de capital a entraîné l'attribution au groupe familial Arnault d'actions Lagardère détenues par Lagardère Capital à hauteur de la valeur de la participation annulée, en application de sa faculté de sortie prévue par le pacte d'associés.

A l'issue de ces opérations la société Financière Agache a précisé détenir, au 13 octobre 2021, 14.073.643 actions Lagardère représentant autant de droits de vote, soit 9,97% du capital et 8,17% des droits de vote de la Société. M. Arnaud Lagardère a précisé détenir¹⁷ à la même date 15.611.486 actions représentant 21.222.972 droits de vote, soit 11,06% du capital et 12,32% des droits de vote.

h. Réalisation de l'acquisition par l'Initiateur du Reliquat du Bloc (décembre 2021)

Le 9 décembre 2021, l'Initiateur a annoncé que les analyses qu'il avait menées l'avaient conduit à considérer que l'acquisition du Reliquat du Bloc pouvait intervenir sans délai, dès lors que, conformément aux règles applicables au contrôle des concentrations¹⁸, Vivendi n'exercerait pas les droits de vote attachés à l'ensemble des 25.305.448 actions Lagardère acquises auprès d'Amber Capital ainsi qu'aux actions acquises dans le cadre de l'Offre jusqu'à autorisation de la prise de contrôle de Lagardère par les autorités de concurrence, de sorte que la participation de Vivendi dans Lagardère s'établirait, durant cette période, à 22,55% des droits de vote théoriques¹⁹.

La réalisation de l'acquisition du Reliquat du Bloc est intervenue le 16 décembre 2021. En conséquence, le pacte d'actionnaires relatif à Lagardère conclu entre Lagardère et Amber Capital en date du 10 août 2020 a été résilié de plein droit à cette date²⁰ (voir le paragraphe c. ci-dessus et la section 1.1.1c de la Note d'Information).

Dans ses communiqués des 9 et 16 décembre 2021, l'Initiateur a également rappelé qu'il déposerait auprès de l'AMF un projet d'offre publique d'achat visant toutes les actions Lagardère non détenues par lui à un prix de 24,10 euros par action identique à celui payé à Amber Capital. Ce prix était égal au prix le plus élevé payé par l'Initiateur au cours des douze mois précédant la réalisation de l'acquisition du Reliquat du Bloc, conformément à l'article 234-6 du RGAMF.

i. Rehaussement du prix de l'Offre Principale et ajout de l'Offre Subsidaire (18 février 2022)

L'Initiateur a annoncé le 18 février 2022 qu'au vu des résultats annuels 2021 de Lagardère publiés le 17 février 2022, il envisageait de garantir aux actionnaires de Lagardère le prix de 24,10 euros payé à Amber Capital dans le cadre de l'Acquisition du Bloc et d'augmenter le prix de son offre publique d'achat à 25,50 euros par action, dont serait déduit le dividende 2021.

L'Initiateur a précisé que pour autant qu'il atteigne la majorité du capital de Lagardère dans l'offre, les actionnaires pourront ainsi recevoir le droit de vendre à Vivendi, pour un prix de 24,10 euros, jusqu'au 15 décembre 2023, les actions qu'ils n'auraient pas apportées à l'offre d'achat.

¹⁵ AMF, D&I n°220C3883, 25 septembre 2021.

¹⁶ AMF, D&I n°221C2738, 14 octobre 2021.

¹⁷ Détection directe et indirecte *via* Lagardère Capital, Lagardère SAS, LM Holding et ARCO.

¹⁸ En particulier l'article 7(2) du règlement (CE) 139/2004 susvisé relatif au contrôle des concentrations entre entreprises.

¹⁹ Sur la base d'un nombre total de droits de vote théoriques de 170.234.815 au 31 mars 2022.

²⁰ AMF, D&I n°221C3549, 21 décembre 2021.

Il est précisé que le rehaussement du prix d'offre de 24,10 euros à 25,50 euros par action (droits à distribution attachés) pour l'Offre Principale, ne donne droit à la perception d'aucun complément de prix par Amber Capital

Réuni le 21 février 2022, le directoire de l'Initiateur a définitivement confirmé les termes de l'Offre.

1.5.2. Motifs de l'Offre

L'Offre s'inscrit dans le cadre du rapprochement entre l'Initiateur et la Société, lequel est détaillé, ainsi que ses motifs, à la section 1.1.5 de la Note d'Information.

2. AVIS MOTIVE DU CONSEIL D'ADMINISTRATION

2.1. Composition du Conseil d'Administration

A la date de la Note en Réponse, le Conseil d'Administration de la Société est composé comme suit :

- M. Arnaud Lagardère, président-directeur général ;
- Mme Véronique Morali, administrateur indépendant ;
- M. Nicolas Sarkozy, administrateur indépendant ;
- Mme Virginie Banet, administrateur indépendant ;
- Mme Valérie Bernis, administrateur indépendant ;
- Mme Laura Carrere, administrateur indépendant ;
- M. René Ricol, administrateur indépendant ;
- Mme Fatima Fikree, administrateur ;
- M. Arnaud de Puyfontaine, administrateur ;
- Mme Noëlle Genavre, administrateur représentant les salariés ; et
- M. Pascal Jouen, administrateur représentant les salariés.

M. Pierre Leroy, directeur général délégué de la Société, est censeur du Conseil d'Administration.

2.2. Avis motivé du Conseil d'Administration

Le Conseil d'Administration de la Société, lors de sa réunion du 21 mars 2022, a rendu l'avis motivé suivant, à l'unanimité (M. Arnaud de Puyfontaine s'étant abstenu de participer à la réunion) :

*« Le Conseil d'Administration de Lagardère SA (« **Lagardère** » ou la « **Société** ») s'est réuni le 21 mars 2022 à l'effet, conformément aux dispositions de l'article 231-19 du règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** »), de rendre un avis motivé sur l'intérêt que représente, ainsi que sur les conséquences qu'aurait pour la Société, ses actionnaires et ses salariés, le projet d'offre publique d'achat (l'« **Offre** ») visant les actions de la Société et stipulé à un prix de 25,50 euros par action (coupon attaché) pour la branche principale et 24,10 euros par action (coupon détaché) pour la branche subsidiaire, initié par Vivendi SE (« **Vivendi** » ou l'« **Initiateur** »).*

L'ensemble des membres du Conseil d'Administration était présent par visioconférence, à l'exception de M. Arnaud de Puyfontaine, président du directoire de Vivendi et membre du Conseil d'Administration, qui s'est abstenu de participer à cette réunion.

Le Président rappelle que les termes de l'Offre sont décrits dans le projet de note d'information de l'Initiateur qui a été déposé auprès de l'AMF le 21 février 2022.

*Le Président rappelle également que, conformément aux dispositions de l'article 261-1, III du règlement général de l'AMF (« **RG AMF** ») et à la recommandation AMF n° 2006-15, le Conseil d'Administration a, lors de sa réunion du 17 décembre 2021, constitué un comité ad hoc (le « **Comité** ») chargé de proposer au Conseil d'Administration la nomination d'un expert indépendant, d'assurer le suivi des travaux de l'expert indépendant et de veiller au bon déroulement de sa mission, d'examiner les termes de l'Offre et de préparer le projet d'avis motivé du Conseil d'Administration, de se saisir de toute question intéressant l'Offre, et d'en rapporter au Conseil d'Administration.*

Le Comité est composé de cinq membres, dont une majorité d'administrateurs indépendants que sont M. Nicolas Sarkozy, Mme Valérie Bernis et Mme Véronique Morali, laquelle a été désignée présidente du Comité par le Conseil d'Administration, ainsi que le Président-Directeur Général de la Société, M. Arnaud Lagardère, et M. Pascal Jouen, administrateur représentant les salariés. M. Pierre Leroy, censeur, participe également aux réunions du Comité, sans voix délibérative.

Le Président rappelle également que, lors de sa réunion du 17 décembre 2021, le Conseil d'Administration a accueilli favorablement, dans son principe, le projet d'Offre, sous réserve de l'analyse approfondie de celle-ci et des travaux de l'expert indépendant.

Préalablement à la réunion de ce jour, les membres du Conseil d'Administration ont pu prendre connaissance des documents suivants afin de leur permettre de détenir toutes les informations leur permettant d'émettre un avis motivé :

- le projet de note d'information établi par l'Initiateur déposé auprès de l'AMF le 21 février 2022, contenant notamment le contexte et les motifs de l'Offre, les intentions de l'Initiateur, les caractéristiques de l'Offre ainsi que les éléments d'appréciation du prix de l'Offre établis par les établissements présentateurs, Lazard, BNP Paribas, CIC, Natixis et Société Générale (ces quatre derniers établissements étant également garants) ;*
- le rapport de l'expert indépendant, le cabinet Eight Advisory, qui conclut que les conditions financières de l'offre, à savoir le prix offert de 25,50 euros par action (coupon attaché) pour la branche principale et de 24,10 euros par action (coupon détaché) pour la branche subsidiaire (dont l'actionnaire peut bénéficier jusqu'au 15 décembre 2023 sous réserve de l'impact du mécanisme de réduction), sont équitables pour les actionnaires de la Société ;*
- le rapport du cabinet Sextant, l'expert-comptable désigné par le comité de groupe, rendu le 14 mars 2022 ;*
- l'avis du comité de groupe sur l'Offre rendu le 18 mars 2022 ; et*
- le projet de note d'information en réponse établi par la Société destiné à être déposé auprès de l'AMF le 22 mars 2022, lequel reste à être complété de l'avis motivé du Conseil d'Administration.*

1. Désignation de l'expert indépendant et des conseils du Comité

Le Comité, lors de sa première réunion du 20 décembre 2021, a identifié deux cabinets comme pouvant répondre aux critères de compétence et d'indépendance requis par la réglementation applicable. Une présentation de l'expérience en la matière de ces cabinets a été remise aux membres du Comité préalablement à cette réunion.

A l'issue de la revue approfondie effectuée par le Comité des propositions détaillées de ces deux cabinets, dont le Comité a salué la qualité, le cabinet Eight Advisory a été retenu par le Comité au regard principalement (i) de l'absence de lien présent ou passé entre celui-ci et la Société susceptible d'affecter son indépendance, (ii) de son expérience récente sur des opérations de marché de taille significative, (iii) des termes financiers de sa proposition d'intervention, et (iv) plus généralement, de sa réputation professionnelle et des moyens humains et matériels dont il dispose.

M. Geoffroy Bizard a fait savoir pour le compte du cabinet Eight Advisory qu'il acceptait le principe de cette nomination et qu'il ne faisait l'objet d'aucune incompatibilité de nature à l'empêcher d'exercer sa mission (en particulier, les missions réalisées par d'autres équipes du cabinet Eight Advisory pour le groupe Lagardère et le groupe Vivendi, qui n'ont pas de lien avec l'Offre, représentent un montant total d'honoraires très faible et très en-deçà du seuil de 1% du chiffre d'affaires mentionné par le groupe de travail de l'AMF sur l'expertise indépendante). De même, il a confirmé disposer des moyens matériels suffisants et de la disponibilité nécessaire pour réaliser sa mission dans la période considérée.

À l'occasion de cette réunion, le Comité a également décidé de s'appuyer sur la banque-conseil de la Société, Crédit Agricole Corporate and Investment Bank (CA-CIB), et sur le cabinet Darrois Villey Maillot Brochier en qualité de conseil juridique, afin d'assister le Comité dans la réalisation de ses missions dans le cadre de l'Offre.

Lors de sa réunion du 21 décembre 2021, sur recommandation du Comité, le Conseil d'Administration de la Société a donc désigné le cabinet Eight Advisory, représenté par M. Geoffroy Bizard lequel a mené ses travaux avec l'appui de M. Alexis Karklins-Marchay, en qualité d'expert indépendant en application des dispositions de l'article 261-1, I du règlement général de l'AMF, avec pour mission de préparer un rapport incluant une attestation d'équité sur les conditions financières de l'Offre.

2. Travaux du Comité et du Conseil et interactions avec l'expert indépendant

Mme Véronique Morali, en sa qualité de présidente du Comité, rend ensuite compte de sa mission et résume ci-après succinctement les travaux accomplis par le Comité dans ce cadre :

- le 20 décembre 2021, le Comité s'est réuni par visioconférence afin, dans un premier temps, de recommander au conseil d'administration la désignation du cabinet Eight Advisory en qualité d'expert indépendant puis, dans un second temps, de faire un premier point d'étape avec ses conseils sur le rôle et les missions conférés aux membres du Comité et à l'expert indépendant ;*
- le 3 janvier 2022, le Comité s'est réuni par visioconférence en présence de M. Geoffroy Bizard qui a présenté l'équipe du cabinet Eight Advisory devant intervenir sur cette mission d'expertise indépendante, le calendrier prévisionnel de son intervention, ainsi que les modalités et méthodologies de conduite des travaux d'expertise ;*
- le 17 janvier 2022, le Comité s'est réuni par visioconférence afin d'échanger avec ses conseils puis avec l'expert indépendant sur le prix et les principaux termes connus du projet d'Offre, au regard d'un projet préliminaire de note d'information transmis par Vivendi au Comité par l'intermédiaire de ses conseils, et afin que l'expert indépendant fasse état aux membres du Comité de l'avancement de ses travaux d'expertise et des premiers résultats de ses analyses. L'expert indépendant a notamment détaillé l'application des différentes méthodes de valorisation et expliqué son analyse à date du business plan du groupe. Il a également fait un point sur les entretiens à réaliser et sur la documentation reçue ou restant à recevoir pour l'exécution de sa mission. Le Comité a constaté que le prix envisagé de la branche principale de l'Offre, soit 24,10 euros par action coupon attaché, devrait plutôt être stipulé coupon détaché*

afin de permettre aux actionnaires de bénéficier, en sus du prix de la branche principale de l'Offre, du coupon de 0,50 euro par action envisagé par la Société, comme pour les actionnaires susceptibles d'apporter leurs actions à la branche subsidiaire de l'Offre. Il a demandé à la présidente du Comité d'évoquer cette question avec M. Arnaud de Puyfontaine ;

- au cours du mois de janvier 2022, chacun des membres du Comité a pu participer à un entretien avec l'expert indépendant, lequel a également auditionné les membres de la direction des différentes branches du groupe Lagardère ;*
- le 31 janvier 2022, le Comité s'est réuni par visioconférence au cours de laquelle l'expert indépendant a fait un point sur l'état d'avancement de ses travaux d'évaluation et les résultats de ses analyses. Il a notamment exposé ses éléments d'appréciation des hypothèses du business plan du groupe pour les différentes branches d'activité, en les confrontant à celles de sociétés comparables et aux performances du groupe ;*
- le 18 février 2022, le Comité a tenu une réunion extraordinaire par visioconférence au cours de laquelle les membres du Comité ont pris connaissance du communiqué de presse publié par Vivendi le même jour sur le relèvement du prix de la branche principale de l'Offre, et ont pu examiner le projet de note d'information de Vivendi, qui leur a été communiqué également le même jour par cette dernière, et dont le dépôt de la version finale auprès de l'AMF était prévu le 21 février 2022. Les membres du Comité ont constaté que le relèvement du prix de la branche principale de l'Offre décidé par Vivendi, au-delà du seul coupon proposé pour être détaché en avril 2022, répondait bien à la demande exprimée par le Comité et excédait même celle-ci, en raison, en particulier, de la publication de résultats du groupe supérieurs aux attentes du marché. L'expert indépendant a pris acte de ce relèvement de prix et a fait un point de situation sur ses travaux d'expertise ;*
- le 28 février 2022, le Comité s'est réuni par visioconférence au cours de laquelle l'expert indépendant a présenté les résultats préliminaires de ses travaux d'analyse sur la valeur intrinsèque. Dans ce cadre, il a été présenté au Comité les méthodes utilisées reposant sur une approche multicritère. Il a en outre exposé les diligences en cours de réalisation et les entretiens à mener dans les jours suivants. Le Comité a alors pris acte qu'en l'état de ses travaux, l'expert indépendant n'avait pas identifié d'éléments remettant en cause le caractère équitable de l'Offre. Il s'en est suivi une discussion sur les réactions de marché et les analyses, majoritairement positives, faites par les analystes et la presse suite à la publication du projet d'Offre par Vivendi et notamment l'annonce du relèvement du prix de la branche principale de l'Offre ;*
- le 10 mars 2022, le Comité s'est réuni physiquement au siège social de la Société et par visioconférence afin d'échanger sur un premier projet d'avis motivé et les conclusions préliminaires des travaux d'analyse. L'expert indépendant a notamment développé son analyse sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre. Il a en outre comparé les résultats de ses travaux avec ceux des établissements présentateurs de l'Offre, en expliquant les différences mineures entre leurs résultats respectifs ;*
- le 14 mars 2022, le Conseil d'Administration a entendu, à l'occasion d'une réunion ordinaire, une présentation des conclusions de l'expert indépendant et une présentation par la Présidente du Comité des conclusions à date de ce dernier ainsi que du projet à date d'avis motivé. Les membres du Conseil d'Administration non membres du Comité ont ainsi pu échanger et émettre des observations sur les travaux en cours du Comité ;*
- le 18 mars 2022, l'avis du Comité de Groupe a été transmis aux membres du Comité ;*
- le 21 mars 2022, le Comité s'est réuni pour arrêter la version définitive de ses recommandations et du projet d'avis motivé ;*
- le Comité s'est assuré (i) que le business plan à horizon 2024 remis à l'expert indépendant était bien le business plan décliné par branche d'activité, présenté en décembre 2021 et ajusté en février 2022, qui avait été approuvé par le conseil d'administration et qui traduisait, au moment*

de l'Offre, la meilleure estimation possible des prévisions de la Société en dépit de l'environnement très volatil dans lequel le groupe opère et (ii) qu'il n'existait pas d'autres données prévisionnelles pertinentes. Par ailleurs, le Comité a apprécié la cohérence entre la communication financière à date de la Société et les perspectives figurant dans ce business plan ;

- le Comité s'est également assuré que l'expert indépendant avait eu en sa possession l'ensemble des informations utiles pour l'exécution de sa mission et qu'il avait été à même de mener ses travaux dans des conditions satisfaisantes ; et
- le Comité a fait le constat de l'absence de réception de questions ou de réflexions d'actionnaires adressées à la Société ou à l'expert indépendant, ou transmises par l'AMF.

Le détail des interactions entre les membres du Comité et l'expert indépendant figure de manière exhaustive dans le rapport d'expertise du cabinet Eight Advisory.

Le Comité indique en outre ne pas avoir été informé ou avoir relevé d'éléments de nature à remettre en cause le bon déroulement des travaux de l'expert indépendant.

3. Conclusions du rapport de l'expert indépendant

Ainsi qu'il est indiqué ci-dessus, le Comité a pu échanger à plusieurs reprises avec l'expert indépendant et a assuré le suivi de ses travaux.

Le cabinet Eight Advisory, représenté par M. Geoffroy Bizard, résume alors les conclusions de ses travaux au Conseil d'Administration :

« Offre Principale

Le prix proposé par Vivendi aux actionnaires de Lagardère est de 25,50 € par action (droits à distribution attachés) dans le cadre de l'Offre Principale.

A l'issue de nos travaux, nous observons que ce prix de 25,50 € (droits à distribution attachés) fait ressortir une prime de :

- 2,7% sur la valeur centrale issue de l'approche « somme des parties » (évaluation par activité en retenant les méthodes de l'actualisation des flux de trésorerie, des multiples boursiers et des multiples de transactions) ;
- 7,1% sur la valeur centrale issue de l'approche de l'actualisation des dividendes futurs (DDM) ;
- 34,9% sur le prix payé par Vivendi en moyenne au cours du mois de janvier 2021 pour l'acquisition sur le marché de titres Lagardère et 5,8% sur le prix payé par Vivendi pour l'acquisition le 16 décembre 2021 des titres Lagardère détenus par Amber Capital représentant 17,5% du capital de la Société ;
- 30,6% par rapport au dernier cours de bourse avant l'annonce (15 septembre 2021), 17,6% par rapport à la moyenne sur 30 jours de cotation, et 18,7% sur 60 jours de cotation ;
- 8,5% sur la médiane des objectifs de cours de bourse des analystes à la date d'annonce de l'Offre (nous observons que le prix de l'Offre Principale est supérieur aux objectifs de cours à date).

Nous observons également que le prix de l'Offre Principal est supérieur au cours de bourse de Lagardère à date (25,3 € au 18 mars 2022).

L'Offre Principale présente l'avantage de proposer un accès immédiat à une liquidité totale au prix de 25,50 € (droits à distribution attachés), sans subir les risques liés (i) à la réduction potentielle

de la liquidité de l'action Lagardère à la suite de l'Offre et (ii) à l'impact des mesures d'intégration de Lagardère dans Vivendi en cas de succès de l'Offre, avec les aléas qui l'accompagnent.

Dans ce contexte, au regard des éléments présentés ci-dessus, nous sommes d'avis que le prix de l'Offre principale est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de Lagardère.

Offre Subsidaire

L'Offre Subsidaire présente l'avantage de permettre aux actionnaires de Lagardère de céder leurs titres sur une période allant jusqu'au 15 décembre 2023 au prix de 24,10 € par action, tout en percevant les distributions ordinaires de la période, sous réserve de l'impact du Mécanisme de réduction.

La valeur de l'Offre Subsidaire correspond à une moyenne pondérée entre :

- a) le prix de l'Offre Principale applicable aux titres apportés à cette Offre Subsidaire et soumis au Mécanisme de réduction ; et
- b) la somme de (i) la valeur intrinsèque d'une action Lagardère et (ii) la valeur du Droit de cession.

La pondération dépend du nombre de titres apportés à l'Offre Subsidaire mais soumis au Mécanisme de réduction. La valeur de l'Offre Subsidaire a par conséquent été analysée à travers différents cas (i) de proportion de titres apportés à l'Offre Subsidiaries et soumis au Mécanisme de réduction et (ii) de volatilité de l'action Lagardère. Le prix proposé par Vivendi aux actionnaires de Lagardère dans le cadre de l'Offre Subsidaire fait ressortir des primes dans l'ensemble des cas de figure analysés.

Dans ce contexte, au regard des éléments présentés ci-dessus, nous sommes d'avis que l'Offre Subsidaire est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de la société Lagardère.

Conclusion

Le prix de l'Offre Principale et la valeur de l'Offre Subsidaire sont supérieurs à la valeur intrinsèque dans tous les cas analysés.

Les synergies éventuelles ne peuvent pas être chiffrées à ce stade par Vivendi et ne peuvent donc pas être valorisées directement. Nous nous sommes toutefois assurés que la prime offerte était cohérente avec celle observée sur des offres comparables.

La mise en œuvre d'un retrait obligatoire des actions Lagardère ne sera pas demandée par Vivendi. Les actionnaires apportant à l'Offre subsidiaire auront la faculté de conserver ou de céder les titres non soumis à l'impact du Mécanisme de réduction.

Nous n'avons pas identifié d'accord connexe susceptible de remettre en cause notre appréciation des conditions financières de l'Offre.

Dans ce contexte, au regard des éléments présentés ci-dessus, nous sommes d'avis que les conditions financières de l'Offre à titre Principal et Subsidaire sont équitables pour les actionnaires de la société Lagardère ».

4. Conclusions et recommandations du Comité

Le 21 mars 2021, le Comité a finalisé, au regard notamment du rapport définitif de l'expert indépendant, de l'avis du comité de groupe sur l'Offre et du rapport de l'expert-comptable désigné par le comité de groupe, sa recommandation au Conseil d'Administration.

– *S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour la Société, le Comité relève que :*

- *l'Offre présente un caractère amical, lequel a été constaté par le Conseil d'Administration lors de ses précédentes réunions depuis l'annonce de l'Offre par Vivendi. Vivendi a dans ce contexte coopéré avec la Société pour les besoins de la bonne compréhension de l'Offre et pour les besoins des travaux de l'expert indépendant et de l'expert-comptable désigné par le comité de groupe (sous les réserves exprimées par ce dernier dans son rapport) ;*
- *l'opération s'inscrit dans la stratégie de Vivendi de développer un grand groupe de culture européenne et d'envergure internationale, dans le secteur du livre et de l'édition, des médias, des contenus et de la communication, en combinant les activités de création, de production et de distribution, et en recherchant des coopérations entre ces différentes activités ;*
- *le rapprochement de Vivendi et Lagardère aboutira à la constitution d'un groupe fort et solide, mondial mais de culture européenne, ayant les moyens d'investir pour contribuer à pérenniser et transformer les industries culturelles et créatives avec des ambitions sociétales et environnementales fortes par le pouvoir d'influence des contenus. Il permettra ainsi de faire face aux bouleversements concurrentiels du secteur, et notamment à la puissance de grands acteurs mondiaux comme Amazon ;*
- *le groupe Lagardère pourra compter sur un actionnaire solide, le groupe Vivendi, afin d'assurer la poursuite de sa croissance et le développement de ses activités, et notamment la croissance externe ;*
- *Vivendi entend conserver le groupe Lagardère dans son ensemble et maintenir la continuité managériale auxquels le Conseil d'Administration est attaché, ce qui a été confirmé par M. Arnaud de Puyfontaine en Conseil d'Administration et à l'occasion de communications de presse ; Vivendi a indiqué dans son projet de note d'information qu'il entendait s'appuyer sur les équipes dirigeantes actuelles et qu'il souhaitait que M. Arnaud Lagardère conserve ses fonctions de Président-Directeur Général de la Société ;*
- *s'agissant des activités Travel Retail, qui n'ont pas de lien de connexité avec les activités actuelles de Vivendi, cette dernière a indiqué que « le groupe Lagardère pourra utilement compter sur un actionnaire solide afin d'assurer le rétablissement progressif de son activité Travel Retail très affectée par la pandémie » ;*
- *Vivendi entend maintenir la cotation de la Société et ne pas demander de retrait obligatoire à l'issue de l'Offre. Vivendi a déclaré qu'elle entendait, en cas de succès de l'Offre et après obtention des autorisations réglementaires, demander à l'assemblée générale de nommer des administrateurs de la Société afin de refléter la nouvelle composition de l'actionnariat et donc le contrôle par Vivendi, et également demander le renouvellement ou la nomination d'administrateurs non liés au groupe Vivendi ;*
- *M. Arnaud Lagardère a, à ce titre, déclaré ne pas souhaiter céder d'actions de la Société dans le cadre de l'Offre (mais qu'il entendait se réserver le bénéfice des droits de cession proposés dans le cadre de la branche subsidiaire de l'Offre avec l'éventualité d'une cession immédiate en cas d'application du mécanisme de réduction).*

– *Le Comité a également relevé, et attire l'attention des actionnaires, sur les caractéristiques spécifiques suivantes de l'Offre :*

- *conformément à la possibilité qui lui était ouverte par la réglementation applicable, Vivendi a initié l'Offre avant d'avoir notifié l'éventuelle prise de contrôle de la Société aux autorités de la concurrence compétentes, et en particulier à la Commission européenne. Cette notification n'interviendrait pas, selon les informations reçues par le Comité, avant la clôture de l'Offre, laquelle ne stipule pas de condition suspensive relative à l'obtention de ces autorisations ;*
- *jusqu'à l'autorisation de la Commission européenne, laquelle ne serait en tout état de cause pas obtenue avant le second semestre 2022, Vivendi ne pourra pas exercer les droits de vote attachés aux actions de la Société acquises auprès des fonds Amber Capital ni dans le cadre de l'Offre si celle-ci connaît une suite positive. En conséquence de quoi, en cas de succès de l'Offre, la prise de contrôle de la Société par Vivendi n'interviendra effectivement qu'après obtention de l'autorisation de la Commission européenne ;*
- *afin d'obtenir l'autorisation de la Commission européenne, Vivendi pourrait être conduite à consentir des « remèdes », et notamment des cessions d'actifs appartenant au groupe Lagardère et/ou au groupe Vivendi dans les domaines où les parts de marchés cumulées des deux groupes l'imposeraient (ce qui pourrait notamment être le cas dans certains domaines de l'édition et dans la distribution de livres). Vivendi a indiqué ne pas être « en mesure de présenter aux actionnaires de la Société la consistance que pourrait avoir le groupe Lagardère après mise en œuvre des remèdes nécessaires à l'obtention de l'Autorisation de la Commission européenne » ;*
- *il existe donc une incertitude liée aux éventuels engagements de cessions que Vivendi pourrait vouloir proposer à la Commission européenne après la clôture de l'Offre et aux conséquences que ces cessions pourraient avoir si elles étaient réalisées au niveau du groupe Lagardère, tant au regard de ses activités que d'un point de vue financier. Vivendi a indiqué dans son projet de note d'information que « de tels désinvestissements, s'ils devaient avoir lieu au niveau [du groupe Lagardère], seraient réalisés au mieux des intérêts de [celui-ci]. » En tout état de cause, de tels engagements de cession, s'ils devaient affecter le groupe Lagardère, devront, en temps utile, être autorisés par le Conseil d'Administration de la Société et faire, le cas échéant, l'objet d'une information-consultation des comités sociaux et économiques compétents ;*
- *cette incertitude quant à d'éventuelles évolutions du périmètre du groupe Lagardère à raison des remèdes qui seraient nécessaires à l'obtention de l'autorisation par la Commission européenne est le motif présenté par Vivendi comme justifiant la branche subsidiaire de l'Offre.*

Au regard de ce qui précède, le Comité estime que l'Offre, qui présente un caractère amical, est dans l'intérêt de la Société et du groupe Lagardère, l'attention des actionnaires étant toutefois attirée sur l'éventualité de remèdes, encore indéterminés, pouvant ultérieurement affecter le périmètre du groupe Lagardère et que le Comité et l'expert indépendant n'ont donc pas été en mesure d'apprécier, sachant qu'ils devront, le cas échéant et en temps utile, être autorisés par le Conseil d'Administration de la Société, et faire l'objet d'une information-consultation des comités sociaux et économiques compétents.

– *S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour les actionnaires, sur le plan financier, le Comité rappelle que l'Offre s'articule entre une branche principale et une branche subsidiaire optionnelle, et relève que :*

- s'agissant de la branche principale de l'Offre, Vivendi indique que « L'Initiateur offre aux actionnaires de la Société qui apporteront leurs actions à l'Offre Principale l'opportunité d'obtenir une liquidité immédiate sur l'intégralité de leur participation au prix de 25,50 euros [coupon attaché] » ; compte tenu du calendrier de l'Offre et de la date prévue de détachement du coupon de 0,50 euro proposé pour distribution en 2022, le prix par action payé dans le cadre de la branche principale de l'Offre sera, sous réserve d'approbation par l'assemblée générale de cette distribution, effectivement de 25 euros, les actionnaires bénéficiant en sus du coupon de 0,50 euro ;
- le prix offert par l'Initiateur dans le cadre de la branche principale de l'Offre extériorise ainsi une prime de 5,8% par rapport au prix de 24,10 euros payé par Vivendi à Amber Capital lors des acquisitions respectivement de 620.340 et 24.685.108 actions Lagardère auprès d'Amber Capital réalisées les 24 septembre et 16 décembre 2021. Le prix offert est en tout état de cause supérieur au prix payé à Amber Capital augmenté du coupon de 0,50 euro par action proposé à l'assemblée générale annuelle de 2022 ; il répond en cela à la préoccupation exprimée par le Comité à Vivendi ;
- le prix de la branche principale de l'Offre fait apparaître des niveaux de primes de 30,8% par rapport au cours de clôture de l'action de 19,49 euros le 15 septembre 2021 (date de l'annonce par l'Initiateur de son projet d'acquisition du bloc d'Amber Capital et de dépôt subséquent d'un projet d'offre publique obligatoire) et, respectivement, de 18,9%, 17,8%, 18,3% et 21,1% par rapport à la moyenne des cours de bourse pondérée par les volumes sur 1 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois précédant cette date tels que présentés dans le projet de note d'information de l'Initiateur ;
- s'agissant de la branche subsidiaire de l'Offre, Vivendi indique que « dans la mesure où l'Initiateur n'est à ce jour pas en mesure de présenter aux actionnaires de la Société la consistance que pourrait avoir le groupe Lagardère après mise en œuvre des remèdes nécessaires à l'obtention de l'autorisation de la Commission européenne, l'Initiateur propose de leur offrir la garantie de recevoir jusqu'en décembre 2023 une valeur de 24,10 euros par action, afin de leur permettre de décider de demeurer ou non actionnaires de la Société une fois informés de ces remèdes » ; Vivendi indique en outre que « n'étant pas en mesure de présenter aux actionnaires de la Société la consistance que pourrait avoir le groupe Lagardère après mise en œuvre des remèdes nécessaires à l'obtention de l'Autorisation de la Commission européenne, les synergies attendues du rapprochement entre les deux groupes ne peuvent à ce jour pas être déterminées » ;
- cette branche subsidiaire permet ainsi aux actionnaires, sous réserve de l'impact de la réduction précisée ci-après, de céder leurs actions après la clôture de l'Offre une fois qu'ils auront pris connaissance de l'impact qu'auraient, le cas échéant, sur Lagardère les remèdes proposés à et validés par la Commission européenne ;
- les actionnaires qui souhaiteraient apporter leurs actions à cette branche subsidiaire de l'Offre pendant la première période de l'Offre, afin de conserver leurs actions tout en bénéficiant du droit de cession à 24,10 euros par action, pourront voir tout ou partie de leurs actions apportées automatiquement à la branche principale au prix de 25,50 euros (coupon attaché) si le taux d'apport à la branche principale, à l'issue de la première période de l'Offre, n'atteignait pas 50% + 1 action ; ce mécanisme de « réduction » ne s'applique pas en revanche aux actions qui seraient apportées à la branche subsidiaire lors de la réouverture de l'Offre si celle-ci connaît une suite positive ;
- les actionnaires qui apporteront leurs actions à la branche subsidiaire auront donc la possibilité, sous réserve de l'impact de la réduction proportionnelle précisée ci-avant, de conserver leurs titres pour bénéficier des coupons ordinaires payés en 2022 et éventuellement en 2023 et d'une potentielle hausse du cours de l'action Lagardère après

l'Offre, tout en ayant la possibilité, s'ils le souhaitent de céder leurs actions à Vivendi jusqu'au 15 décembre 2023 au prix de 24,10 euros, correspondant au prix payé à Amber Capital ;

- *il convient de noter qu'en matière de dividendes, l'Initiateur a indiqué qu'il « se réserve la possibilité de revoir la politique de distribution de dividendes de la Société, conformément aux lois et aux statuts de la Société, et en fonction notamment de sa capacité distributive et de ses besoins de financement », mais a cependant confirmé « qu'il n'a pas engagé de réflexion tendant à dévier de la politique de distribution de dividendes de la Société suivie jusqu'à présent ».*
- *l'Offre permet en outre aux actionnaires de bénéficier d'une fenêtre de liquidité significative au regard de la liquidité actuelle du titre ;*
- *Enfin, cette branche subsidiaire offre en tout état de cause une garantie de prix de vente minimum à 24,10 euros jusqu'au 15 décembre 2023, d'autant plus intéressante pour les actionnaires dans le contexte actuel de marché très incertain.*

Au regard de ce qui précède, le Comité estime que l'Offre, tant dans sa branche principale que dans sa branche subsidiaire, est dans l'intérêt des actionnaires de la Société, qui pourront bénéficier d'une liquidité immédiate à un prix offrant une prime sur le cours ainsi que d'une garantie jusqu'au 15 décembre 2023 s'ils préfèrent conserver tout ou partie de leurs titres (sous réserve de l'impact du mécanisme de réduction).

– *S'agissant de l'intérêt de l'Offre pour les salariés, le Comité relève que :*

- *Vivendi indique que « un élément clé de la réussite de la Société tient à la préservation et au développement du talent, du capital intellectuel et de l'implication des salariés de la Société », Vivendi « soutient la politique de la Société en matière de relations de travail et de ressources humaines. Il est attaché au maintien des efforts continus de recrutement et de préservation des effectifs dans le contexte économique actuel »*
- *Vivendi déclare que « 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 » ;*
- *l'intégration de la Société dans un grand groupe de médias et de communication, dont la volonté est de soutenir le développement de l'ensemble de ses branches, renforcera les opportunités de formation, d'évolution et de mobilité des collaborateurs de Lagardère ;*
- *le comité de groupe a, lors de la réunion du 18 mars 2022 et dans son avis, pris acte de l'Offre tout en exprimant des inquiétudes sur les conséquences économiques et sociales du rapprochement dont il a souligné l'incertitude à ce stade. Le comité de groupe souhaite que les instances représentatives des personnels exercent un suivi des déclarations qui ont été faites par Vivendi et exercent en outre leurs prérogatives d'information et de consultation en fonction des décisions qui pourront être prises par les autorités de concurrence ;*
- *Vivendi a confirmé, devant le comité de groupe, son souhait de poursuivre un dialogue social de qualité avec les instances des personnels concernées du groupe Lagardère sur les conséquences et modalités du rapprochement ;*
- *les fonds communs de placement d'entreprise mis en place au bénéfice des salariés au sein de la Société et les salariés détenteurs d'actions auront la possibilité d'obtenir de la*

liquidité immédiate pour les actions Lagardère qu'ils détiennent à un prix offrant une prime sur le cours ainsi que d'une garantie jusqu'au 15 décembre 2023 s'ils préfèrent conserver tout ou partie de leurs titres (sous réserve de l'impact du mécanisme de réduction) ;

- *les intérêts des titulaires d'actions attribuées gratuitement, y compris ceux dont les actions sont en période de conservation, sont équitablement préservés ;*

Au regard de ce qui précède, et compte tenu plus généralement de l'avis du Comité concernant l'intérêt de l'Offre pour le groupe Lagardère qui est indissociable de celui de ses salariés, le Comité estime que l'Offre est dans l'intérêt des salariés de la Société et du groupe Lagardère. Le Comité appuie la volonté du comité de groupe qu'un dialogue social de qualité soit conduit sur les conséquences et les modalités du rapprochement à l'issue de l'Offre.

En conclusion de quoi :

- *le Comité a pris acte des éléments qui résultent des intentions et objectifs déclarés par l'Initiateur dans son projet de note d'information ;*
- *le Comité a examiné l'intérêt du projet d'Offre pour la Société, ses actionnaires et ses salariés et a considéré que le projet d'Offre, qui présente un caractère amical, était conforme aux intérêts de chacun ;*
- *le Comité attire l'attention des membres du Conseil d'Administration et celui des actionnaires sur le fait que les intentions de Vivendi concernant sa volonté de conserver le groupe Lagardère dans son ensemble sont sans préjudice des éventuels remèdes, actuellement non déterminés, qui pourraient être envisagés aux fins de l'obtention de l'autorisation de la Commission européenne ; il rappelle que ces remèdes, s'ils étaient envisagés au niveau du groupe Lagardère, devraient être en temps utile autorisés par le Conseil d'Administration de la Société et faire l'objet des procédures requises auprès des instances représentatives des salariés compétentes, et recommande qu'à cette occasion, une analyse complémentaire soit conduite par l'expert indépendant pour permettre une entière appréciation des conséquences de ces remèdes pour le groupe Lagardère ;*
- *à la suite de sa réunion du 21 mars 2022, il recommande au Conseil d'Administration de se prononcer dans ce sens.*

Avis motivé du Conseil d'Administration

Le Conseil d'Administration prend acte des travaux du Comité et des recommandations de ce dernier sur l'Offre ainsi que des conclusions de l'expert indépendant et de l'avis du comité de groupe.

Au vu des éléments soumis et notamment (i) des objectifs et intentions exprimés par Vivendi, (ii) des éléments de valorisation préparés par les établissements présentateurs, (iii) des travaux du Comité, (iv) des conclusions du rapport de l'expert indépendant, (v) du rapport de l'expert-comptable du comité de groupe, (vi) de l'avis du comité de groupe et (vii) plus généralement, des éléments figurant ci-dessus, le Conseil d'Administration, après en avoir délibéré, décide, à l'unanimité (M. Arnaud de Puyfontaine s'étant abstenu de participer à la réunion) :

- de reprendre à son compte, en tout point, les observations, conclusions et recommandations du Comité ;*
- de réitérer son attachement au maintien de l'intégrité du groupe Lagardère, à sa pérennité, ainsi qu'à la continuité managériale ;*
- d'émettre, à la lumière des observations, conclusions et recommandations du Comité, un avis favorable sur le projet d'Offre tel qu'il lui a été présenté ;*
- d'attirer l'attention des actionnaires sur le fait que, sans remettre en cause l'avis favorable sur le projet d'Offre, les intentions de Vivendi concernant sa volonté de conserver le groupe Lagardère dans son ensemble sont sans préjudice des éventuelles cessions qui seraient nécessaires aux fins de l'obtention de l'autorisation de la Commission européenne, lesquelles, si elles devaient être envisagées au niveau du groupe Lagardère, devront être autorisées en temps utile par le Conseil d'Administration ;*
- de recommander en conséquence aux actionnaires de la Société d'apporter leurs actions à l'Offre, soit dans sa branche principale, soit dans sa branche subsidiaire ;*
- de prendre acte de ce que la Société n'apportera pas les actions auto-détenues à l'Offre (le cas échéant Réouverte) ;*
- d'approuver le projet de note en réponse de la Société ;*
- de désigner l'expert indépendant, qui a fait savoir qu'il l'acceptait, et le cas échéant tout autre expert, dont le suivi des travaux sera assuré par le Comité, pour se prononcer en temps utile sur les conditions financières et les conditions économiques et sociales des éventuelles cessions qui seraient, le cas échéant, envisagées au niveau du groupe Lagardère pour les besoins de l'obtention de l'autorisation de la Commission européenne, lesquelles devraient être autorisées par le Conseil d'Administration de la Société ;*
- d'autoriser, en tant que de besoin, le Président-Directeur Général à l'effet de :*
 - finaliser le projet de note en réponse relatif à l'Offre, ainsi que tout document qui serait nécessaire dans le cadre de l'Offre, et notamment le document « Autres Informations » relatif aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société ;*
 - préparer, signer et déposer auprès de l'AMF toute la documentation requise dans le cadre de l'Offre ;*
 - signer toutes attestations requises dans le cadre de l'Offre ; et*

- *plus généralement, prendre toutes dispositions et toutes mesures nécessaires ou utiles à la réalisation de l'Offre, en ce compris conclure et signer, au nom et pour le compte de la Société, toutes opérations et documents nécessaires et afférents à la réalisation de l'Offre, notamment tout communiqué de presse. »*

3. INTENTION DES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE LAGARDERE

Conformément à l'article 11 des statuts de la Société et à l'article 4.4 du règlement intérieur du Conseil d'Administration de la Société, chaque membre du Conseil d'Administration doit détenir au moins 150 actions de la Société au nominatif.

Les membres du Conseil d'Administration de la Société ont indiqué, conformément à l'article 231-19 6° du RGAMF, leur intention d'apporter ou de ne pas apporter leurs actions à l'Offre, comme suit :

Nom	Fonction	Nombre d'actions détenues à la date de l'avis motivé	Intention
M. Arnaud Lagardère	Président-directeur général	15.611.486 ²¹	Pas d'apport à l'Offre Principale Apport à l'Offre Subsidaire *
Mme Véronique Morali	Administrateur indépendant	150	Conservation ²²
M. Nicolas Sarkozy	Administrateur indépendant	1 301	Conservation ²¹
Mme Virginie Banet	Administrateur indépendant	3 000	Apport de 2.850 actions à l'Offre Principale Conservation ²¹ de 150 actions
Mme Valérie Bernis	Administrateur indépendant	150	Conservation ²¹
Mme Laura Carrere	Administrateur indépendant	150	Conservation ²¹
M. René Ricol	Administrateur indépendant	150	Conservation ²¹
Mme Fatima Fikree	Administrateur	150	Conservation ²¹
M. Arnaud de Puyfontaine	Administrateur	150	Conservation ²¹
Mme Noëlle Genaivre	Administrateur représentant les salariés	0	N/A
M. Pascal Jouen	Administrateur représentant les salariés	47	Conservation ²¹

²¹ Actions détenues directement et indirectement par l'intermédiaire des sociétés qu'il contrôle à savoir les sociétés Lagardère Capital, Lagardère SAS et Arjil Commanditée – Arco.

²² Les administrateurs de Lagardère sont tenus de détenir 150 actions en vertu de l'article 11 des statuts. Les administrateurs se réservent toutefois le droit d'apporter leurs actions à l'Offre Subsidaire.

* M. Arnaud Lagardère a précisé qu'il apporterait les actions Lagardère qu'il détient, directement et indirectement par l'intermédiaire des sociétés qu'il contrôle²³, à l'Offre Subsidaire.

En particulier, Lagardère Capital apportera les 10.105.664 actions qu'elle détient à l'Offre Subsidaire pendant la première période de l'Offre. Elle affectera ces actions et les Droits de Cession qu'elle recevra au titre de leur apport à l'Offre Subsidaire en nantissement à la garantie d'un financement.

Dans un souci de bonne information du marché, la Société a demandé à Qatar Holding LLC, qui détient 11,52% du capital, et à Financière Agache, qui détient 9,97% du capital, de bien vouloir rendre publiques par voie de communiqué leurs intentions quant à l'éventuel apport de leurs actions de la Société à l'Offre et aux branches concernées de l'Offre, et ce au plus tard 10 jours de négociation avant la clôture de celle-ci.

4. INTENTION DE LA SOCIETE QUANT AUX ACTIONS AUTO-DETENUES

A la date de la Note en Réponse, la Société détient 850.947 de ses propres actions.

La Société a fait part de son intention de n'apporter à l'Offre aucune de ses actions auto-détenues.

5. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE

A l'exception du Contrat d'Acquisition du Bloc décrit en section 1.5.1f ci-avant et en section 1.1.1f de la Note d'Information, la Société n'a connaissance d'aucun accord susceptible d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

6. ELEMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

6.1. Structure et répartition du capital de la Société

Le capital social de la Société s'élève, à la date de la présente Note en Réponse, à 860.913.044,60 euros divisé en 141.133.286 actions ordinaires, entièrement libérées et toutes de même catégorie. Le nombre de droits de vote théoriques s'élève à 170.234.815.

Le tableau ci-après présente, à la connaissance de la Société et sur la base des dernières informations disponibles, la répartition du capital et des droits de vote de la Société, à la date de la Note en Réponse :

Actionnaires	Actions	% capital	Droits de vote théoriques	% droits de vote théoriques
Vivendi	63.693.239	45,13	63.693.239*	37,41*
Qatar Holding LLC	16.254.216	11,52	32.508.432	19,10
M. Arnaud Lagardère ²⁴	15.611.486	11,06	21.222.972	12,47
Financière Agache ²⁵	14.073.643	9,97	14.073.643	8,27
Auto-détention	850.947	0,60	850.947	0,50
Autres (dont salariés)	30.649.755	21,72	37.885.582	22,25
Total	141.133.286	100,00	170.234.815	100,00

²³ A savoir les sociétés Lagardère Capital, Lagardère SAS, LM Holding et Arjil Commanditée – Arco.

²⁴ Détention directe et indirecte *via* Lagardère Capital, Lagardère SAS, LM Holding et ARCO.

²⁵ Contrôlée par le groupe familial Arnault.

** Comme indiqué en section 1 de la Note en Réponse et en section 1 de la Note d'Information, Vivendi n'exercera ni les 25.305.448 droits de vote attachés aux 25.305.448 actions acquises auprès d'Amber Capital ni ceux attachés aux actions acquises dans le cadre de l'Offre, ni ceux attachés aux actions acquises pendant la Période d'Exercice, de sorte que la participation de Vivendi dans Lagardère s'établira à 38.387.791 droits de vote soit 22,55% des droits de vote théoriques de Lagardère²⁶ jusqu'à l'autorisation de la prise de contrôle de Lagardère par les autorités de concurrence.*

6.2. Situation des bénéficiaires d'Actions Gratuites

La Société a mis en place plusieurs plans d'attribution gratuite d'actions dont les principales caractéristiques sont les suivantes (les « **Plans d'AGA** ») :

²⁶ Sur la base d'un nombre total de droits de vote théoriques de 170.234.815 au 31 mars 2022.

	Plan d'AGA n°1	Plan d'AGA n°2	Plan d'AGA n°3	Plan d'AGA n°4	Plan d'AGA n°5	Plan d'AGA n°6	Plan d'AGA n°7
Assemblée générale	03/05/2016	03/05/2016	03/05/2016	10/05/2019	10/05/2019	30/06/2021	30/06/2021
Date du Plan d'AGA	06/04/2017	16/04/2018	08/04/2019	14/05/2019	10/10/2019	24/09/2021	14/03/2022
Bénéficiaires	Salariés, gérance ²⁷ et COMEL ²⁸	Salariés, gérance et COMEL	Salariés	Salariés, Gérance et COMEL	Salariés	Salariés et COMEX ²⁹	Salariés et COMEX ³⁰
Date d'attribution	06/04/2017	16/04/2018	08/04/2019	14/05/2019	10/10/2019	24/09/2021	14/03/2022
Fin de la période d'acquisition	- français : à compter du 07/04/2020 - étrangers : à compter du 07/04/2021	- français : à compter du 17/04/2021 - étrangers : à compter du 17/04/2022	- français : à compter du 09/04/2022 - étrangers : à compter du 09/04/2023	15/05/2022	10/10/2022	24/09/2024	14/03/2025
Fin de la période de conservation	- français : à compter du 08/04/2022 - étrangers : à compter du 07/04/2021	- français : à compter du 18/04/2023 - étrangers : à compter du 17/04/2022	- français : à compter du 10/04/2024 - étrangers : à compter du 09/04/2023	- Salariés et COMEL : 15/05/2022 - Gérance : 15/05/2024 (64.000 actions au minimum)	10/10/2022	24/09/2024	14/03/2025
Droits à actions attribués	817.660	812.460	474.990	232.370	100.000	783.000	860.000
Droits à actions radiés	381.941	280.220	23.650 ³¹	4.000	500	0	0
Actions définitivement attribuées	435.719	350.650	311.320 ³¹	Actions en cours d'acquisition	Actions en cours d'acquisition	Actions en cours d'acquisition	Actions en cours d'acquisition
Droits à actions restants	0	181.590	187.320 ³¹	228.370	99.500	783.000	860.000

Les bénéficiaires de droits à recevoir des actions gratuites en vertu des Plans d'AGA pourront apporter lesdites actions à l'Offre ou à l'Offre Réouverte pour autant qu'elles soient définitivement acquises et libres de toute obligation de conservation. Le nombre maximum d'actions ainsi susceptibles d'être apportées à l'Offre ou à l'Offre Réouverte (tant dans l'Offre Principale, que l'Offre Subsidaire) est de 181.590 au titre du Plan d'AGA n°2 et de 164.370 actions au titre du Plan d'AGA n°4, soit un total de 345.960 actions.

Sous réserve des cas exceptionnels d'acquisition anticipée et de levée des indisponibilités prévues par les dispositions légales et réglementaires applicables (décès ou invalidité du bénéficiaire), les autres actions attribuées en vertu des Plans d'AGA n°2, n°3 et n°4 seront quant à elles toujours en période de conservation avant la date de clôture de l'Offre (ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte) et ne pourront par conséquent pas être apportées à l'Offre, à l'exception

²⁷ Lorsque Lagardère était sous forme de SCA, deux de ses cogérants, à savoir MM. Pierre Leroy et Thierry Funck-Brentano, ont bénéficié d'attributions d'actions dans le cadre des Plans d'AGA.

²⁸ COMEL désigne le comité élargi mis en place par Lagardère.

²⁹ COMEX désigne le comité exécutif mis en place par Lagardère.

³⁰ COMEX désigne le comité exécutif mis en place par Lagardère.

³¹ Lors de sa réunion du 11 avril 2022, le Conseil d'Administration de Lagardère a décidé d'attribuer gratuitement et de manière définitive 308.570 actions nouvelles aux 200 bénéficiaires résidents fiscaux français répondant aux conditions du Plan d'AGA n°3.

des actions déjà acquises au titre du Plan n°2, qui pourront être apportées uniquement à l'Offre Subsidaire et uniquement à l'Offre Réouverte.

Les autres actions attribuées en vertu des Plans d'AGA n°3, n°5, n°6 et n°7 seront quant à elles toujours en période d'acquisition avant la date de clôture de l'Offre (ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte) et ne sont par conséquent pas visées par l'Offre.

Liquidité des actions gratuites

Dans l'hypothèse où la liquidité des actions Lagardère serait fortement réduite à l'issue de l'Offre, l'Initiateur a indiqué qu'il étudiera les moyens à mettre en œuvre pour proposer sous certaines conditions un mécanisme de liquidité aux bénéficiaires des Plans d'AGA dont les actions ne seraient pas définitivement acquises et cessibles avant la clôture de l'Offre ou, le cas échéant, de l'Offre Réouverte. En cas d'illiquidité durable, le prix d'achat de ces actions serait établi en reprenant les mêmes critères de valorisation que ceux appliqués dans la présente Offre. Jusqu'à la date de publication des comptes 2022 de Lagardère, ce prix n'excèdera pas le prix de l'Offre Principale de 25 euros (dividende 2021 détaché).

L'Initiateur attire l'attention des bénéficiaires de Plans d'AGA dont les actions sont soumises à une obligation de conservation jusqu'à la clôture de l'Offre Réouverte (tel que ce terme est défini à la section 2.15 de la Note d'Information) sur le fait que ces actions pourront être valablement présentées à l'Offre Subsidaire durant l'Offre Réouverte.

6.3. Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions ou clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du code de commerce

A la date de la Note en Réponse, il n'existe aucune restriction statutaire à l'exercice des droits de vote et aux transferts des actions Lagardère.

6.4. Conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du code de commerce

A la date de la Note en Réponse, aucune convention n'a été portée à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du code de commerce.

6.5. Participations directes et indirectes au capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissements de seuils ou d'une déclaration d'opération sur titres en application des articles L. 233-7 et L. 233-12 du code de commerce

A la date de la Note en Réponse, le capital social de la Société est réparti ainsi qu'il est indiqué à la section 6.1 ci-avant.

Au cours des douze mois précédant la Note en Réponse, la Société a eu connaissance des déclarations suivantes :

- Par courrier reçu le 6 juillet 2021³², le concert composé d'une part, par M. Arnaud Lagardère, les sociétés Lagardère, LM Holding et Lagardère Capital et ARCO et d'autre part, par les sociétés Agache et Financière Agache, a déclaré avoir franchi en hausse, le 30 juin 2021, les seuils légaux et statutaires de 20% du capital et des droits de vote de Lagardère et détenir 21,03% du capital et 21,98% des droits de vote de Lagardère. Ce franchissement de seuils résultait de l'attribution à chacun de M. Arnaud Lagardère et de ARCO, de cinq millions d'actions Lagardère nouvellement émises en compensation de la perte des droits attachés à leur qualité d'associés commandités, dans le cadre de la

³² AMF, D&I n°221C1692, 8 juillet 2021.

transformation de Lagardère en société anonyme à Conseil d'Administration approuvée par les associés commandités et les associés commanditaires de Lagardère lors des assemblées générales du 30 juin 2021 et réalisée à cette même date (voir la section 1.5.1e ci-avant et la section 1.1.1e de la Note d'Information).

A cette occasion, M. Arnaud Lagardère a également déclaré, par courrier en date 6 juillet 2021, avoir franchi en hausse, directement et indirectement, par l'intermédiaire des sociétés qu'il contrôle, les seuils légaux et statutaires de 10% du capital et de 15% des droits de vote de Lagardère.

Par les mêmes courriers, complétés par un courrier reçu le 8 juillet 2021, les déclarations d'intention correspondantes pour les six prochains mois ont été effectuées conformément à l'article L. 233-7, VII du code de commerce.

- Par courrier reçu le 7 juillet 2021³³, le concert composé de la société de droit anglais Amber Capital UK LLP et de la société de droit italien Amber Capital Italia SGR Spa, agissant pour le compte de fonds dont il assure la gestion, a déclaré avoir franchi en baisse, le 5 juillet 2021, le seuil légal et statutaire de 15% des droits de vote de Lagardère et détenir, pour le compte desdits fonds, 18,50% du capital et 14,64% des droits de vote de Lagardère. Ce franchissement de seuil résultait de l'attribution à chacun de M. Arnaud Lagardère et de ARCO, de cinq millions d'actions Lagardère nouvellement émises en compensation de la perte des droits attachés à leur qualité d'associés commandités, rappelée ci-dessus (voir la section 1.5.1e ci-avant et la section 1.1.1e de la Note d'Information).

A cette occasion, la société de droit anglais Amber Capital UK LLP, agissant pour le compte de fonds dont elle assure la gestion, a déclaré avoir franchi individuellement en baisse le même seuil.

- Par courrier reçu le 14 octobre 2021³⁴, le concert composé d'une part, par M. Arnaud Lagardère, les sociétés Lagardère, LM Holding et Lagardère Capital et ARCO, et d'autre part, par les sociétés Agache et Financière Agache, a déclaré avoir franchi en baisse, le 13 octobre 2021, les seuils légaux et statutaires de 20%, 15%, 10% et 5% du capital et des droits de vote de Lagardère et ne plus détenir aucune action Lagardère.

La société Financière Agache a précisé détenir, au 13 octobre 2021, 9,97% du capital et 8,17% des droits de vote de Lagardère.

Ce franchissement de seuils résultait de la fin de l'action de concert entre, d'une part, par M. Arnaud Lagardère, les sociétés Lagardère, LM Holding et Lagardère Capital et ARCO, et d'autre part, par les sociétés Agache et Financière Agache, suite à l'annulation, par voie de réduction de capital inégalitaire intervenue le 13 octobre 2021, de l'intégralité de la participation détenue par Financière Agache dans la société Lagardère Capital en contrepartie d'actions de Lagardère détenues par Lagardère Capital à hauteur de la valeur de ladite participation, à la suite de l'exercice de sa faculté de sortie conformément aux stipulations du pacte d'associés conclu le 24 septembre 2020.

³³ AMF, D&I n°221C1702, 8 juillet 2021.

³⁴ AMF, D&I n°221C2738, 14 octobre 2021.

- Par courrier reçu le 14 octobre 2021³⁵, M. Arnaud Lagardère a informé l'AMF de la fin du concert formé entre, d'une part, M. Arnaud Lagardère, les sociétés Lagardère, LM Holding et Lagardère Capital et ARCO, et d'autre part, les sociétés Agache et Financière Agache, et a précisé détenir, au 13 octobre 2021, directement et indirectement, par l'intermédiaire des sociétés qu'il contrôle³⁶, 11,06% du capital et 12,32% des droits de vote de Lagardère. En outre, M. Arnaud Lagardère a déclaré avoir franchi en baisse, directement et indirectement, par l'intermédiaire des sociétés qu'il contrôle, le seuil légal et statutaire de 15% des droits de vote de Lagardère. La société Lagardère Capital a déclaré avoir franchi individuellement en baisse le seuil légal et statutaire de 10% des droits de vote de la Société. Ces franchissements de seuils résultaient de l'annulation suite à la réduction de capital inégalitaire intervenue le 13 octobre 2021 mentionnée ci-dessus.
- Par courrier reçu le 17 décembre 2021³⁷, la société de droit anglais Amber Capital UK LLP, agissant pour le compte de fonds dont elle assure la gestion, a déclaré avoir franchi en baisse, le 16 décembre 2021, les seuils légaux et statutaires de 15% du capital, 10% et 5% du capital et des droits de vote de Lagardère et détenir, pour le compte desdits fonds, 0,25% du capital et 0,21% des droits de vote de Lagardère. Ce franchissement de seuils résultait de la cession hors marché de 24.685.108 actions Lagardère au profit de Vivendi.
- Par courrier reçu le 21 décembre 2021³⁸, Vivendi a déclaré avoir franchi en hausse, le 16 décembre 2021, les seuils légaux et statutaires de 25% des droits de vote, 30% et 1/3 du capital et des droits de vote de Lagardère et détenir 45,13% du capital et 36,99% des droits de vote de Lagardère. Ce franchissement de seuils résultait de l'acquisition hors marché mentionnée ci-dessus.

A cette occasion, Vivendi a effectué sa déclaration d'intention pour les six prochains mois conformément à l'article L. 233-7, VII du code de commerce.

6.6. Liste des détenteurs de titres Lagardère comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci

L'article 17 des statuts de la Société prévoit l'attribution d'un droit de vote double à toutes les actions entièrement libérées pour lesquelles il sera justifié d'une inscription nominative depuis quatre ans au moins au nom du même titulaire, étant toutefois précisé que les actionnaires bénéficiant d'un droit de vote double au jour de la transformation de la Société en société anonyme ont conservé ce droit.

À la connaissance de la Société, il n'existe pas de détenteurs de titres comportant des droits de contrôle spéciaux autres que les droits de vote double décrits au paragraphe ci-dessus.

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

Conformément au règlement intérieur du fonds commun de placement d'entreprise, dénommé FCPE « Lagardère Actionnariat », les droits de vote attachés aux actions détenues par les salariés ou les anciens salariés du Groupe sont exercés par un représentant mandaté par le conseil de surveillance dudit fonds à l'effet de les représenter à l'assemblée générale.

³⁵ AMF, D&I n°221C2740, 14 octobre 2021 (complément à D&I n°221C2738 du 14 octobre 2021).

³⁶ A savoir les sociétés Lagardère Capital, Lagardère SAS, LM Holding et ARCO.

³⁷ AMF, D&I n°221C3519, 20 décembre 2021.

³⁸ AMF, D&I n°221C3549, 21 décembre 2021.

Conformément aux missions qui lui sont attribuées en application de l'article L. 214-164 du code monétaire et financier, le conseil de surveillance décide de l'apport des titres.

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

A la date de la Note en Réponse, la Société n'a connaissance d'aucun accord entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions au transfert d'actions Lagardère et à l'exercice des droits de vote.

6.9. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'Administration ainsi qu'à la modification des statuts de Lagardère

6.9.1. Nomination et remplacement des membres du Conseil d'Administration

Les règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil d'Administration sont décrites à l'article 11 des statuts de la Société.

Aux termes des stipulations de l'article 11 des statuts de la Société, la Société est administrée par un Conseil d'Administration de huit membres au moins et de neuf membres au plus, personnes physiques ou morales, auxquels s'ajoutent le ou les membres représentant les salariés.

Conformément à l'article 11 des statuts de la Société, les membres du Conseil d'Administration sont nommés pour une durée de quatre ans, à l'exception du Président Directeur Général nommé pour une durée de six ans.

Les administrateurs sont nommés, renouvelés et révoqués dans les conditions légales et réglementaires en vigueur.

Chaque membre du Conseil d'Administration (autres que les membres représentant les salariés ou les salariés actionnaires) doit être propriétaire d'au moins 150 actions de la Société.

Les fonctions d'un membre du Conseil d'Administration prennent fin à l'issue de l'assemblée générale qui statue sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire leur mandat. Toutefois, par exception :

- L'assemblée générale ordinaire des actionnaires pourra nommer ou renouveler un membre du Conseil d'Administration pour une durée supérieure à quatre années mais sans pouvoir excéder six années, et étant précisé qu'à tout moment le Conseil d'Administration ne pourra compter plus d'un membre dont la durée de mandat restant à courir sera supérieure à quatre années ;
- L'assemblée générale ordinaire des actionnaires pourra, pour les seuls besoins de la mise en place du renouvellement échelonné du Conseil d'Administration de façon à ce que le renouvellement du Conseil d'Administration porte à chaque fois sur une partie de ses membres seulement, nommer ou renouveler un ou plusieurs membres du Conseil d'Administration pour une durée inférieure à quatre ans.

Le nombre des membres du Conseil d'Administration ayant dépassé l'âge de 75 ans ne pourra être supérieur au tiers des membres en fonction. Si cette proportion vient à être dépassée, le membre le plus âgé sera réputé démissionnaire d'office.

Conformément à l'article 11 des statuts de la Société, lorsque les dispositions de l'article L. 225-27-1 du code de commerce sont applicables à la Société, le Conseil d'Administration comprend en outre un ou deux membres représentant les salariés du Groupe désigné par le comité de Groupe. Le nombre de membres représentant les salariés est égal à deux lorsque le nombre de membres du Conseil d'Administration, calculé conformément à l'article L. 225-27-1 du code de

commerce, est supérieur à huit et à un lorsque le nombre de membres du Conseil d'Administration, calculé conformément à l'article L. 225-27-1 du code de commerce est égal ou inférieur à huit. Lorsque deux membres sont désignés, ceux-ci doivent comporter au moins un homme et au moins une femme.

Aux termes de l'article 12 des statuts de la Société et à l'article 1 du règlement intérieur du Conseil d'Administration, le Conseil d'Administration nomme parmi ses membres personnes physiques un président pour exercer les missions qui lui sont confiées par la loi pour une durée ne pouvant excéder celle de son mandat d'administrateur. La limite d'âge pour exercer les fonctions de président est fixée à 80 ans. Le Conseil d'Administration désigne, s'il le juge utile, parmi ses membres, un vice-président.

Ces stipulations statutaires sont sans préjudice des stipulations des accords signés le 27 avril 2021 dans le contexte de la transformation de la Société en société anonyme, dont les termes sont détaillés en section 6.11.1 ci-après et en section 1.1.1e de la Note d'Information.

6.9.2. Modification des statuts de Lagardère

Conformément à l'article 19 des statuts de la Société, l'assemblée générale extraordinaire est seule habilitée à modifier les statuts.

6.10. Pouvoirs du Conseil d'Administration, en particulier concernant l'émission ou le rachat d'actions

Aux termes de l'article 13 des statuts de la Société, le Conseil d'Administration détermine les orientations de l'activité de la Société et veille à leur mise en œuvre conformément à son intérêt social, en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux de son activité. Sous réserve des pouvoirs expressément attribués aux assemblées d'actionnaires et dans la limite de l'objet social, il se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la Société et règle par ses délibérations les affaires qui la concernent. Le Conseil d'Administration procède aux contrôles et vérifications qu'il juge opportuns.

Conformément à l'article 12 des statuts de la Société, le président préside le Conseil d'Administration, organise, dirige les travaux de celui-ci dont il rend compte à l'assemblée générale et veille au bon fonctionnement des organes de la Société. Il s'assure, en particulier, que les administrateurs sont en mesure de remplir leur mission.

Outre les pouvoirs légaux qui lui sont conférés par la loi et les statuts de la Société, le Conseil d'Administration bénéficie des autorisations et délégations listées ci-dessous.

Nature de l'autorisation ou délégation accordée	Date de l'assemblée générale et résolution concernée	Montant nominal maximal ou pourcentage du capital social ou nombre d'actions autorisé	Durée	Utilisation au cours de l'exercice clos (2021)
Autorisation conférée à la Société d'opérer sur ses propres actions	30/06/2021 (30 ^{ème} résolution)	10% du capital social	18 mois	Néant
Emission avec DPS, d'actions ordinaires de la Société et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société et/ou donnant droit à l'attribution de titres de créance	30/06/2021 (32 ^{ème} résolution)	265 millions d'euros pour les augmentations de capital ^(a) 1,5 milliard d'euros pour l'émission de titres de créance ^(b)	26 mois	Néant

Nature de l'autorisation ou délégation accordée	Date de l'assemblée générale et résolution concernée	Montant nominal maximal ou pourcentage du capital social ou nombre d'actions autorisé	Durée	Utilisation au cours de l'exercice clos (2021)
Emission, par voie d'offre au public sans DPS avec droit de priorité, d'actions ordinaires de la Société et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société et/ou donnant droit à l'attribution de titres de créance	30/06/2021 (33 ^{ème} résolution)	160 millions d'euros pour les augmentations de capital ^(a) 1,5 milliard d'euros pour l'émission de titres de créance ^(b)	26 mois	Néant
Emission par voie d'offre au public sans DPS ni droit de priorité, d'actions ordinaires de la Société et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société et/ou donnant droit à l'attribution de titres de créance	30/06/2021 (34 ^{ème} résolution)	80 millions d'euros pour les augmentations de capital ^(c) 1,5 milliard d'euros pour l'émission de titres de créance ^(b)	26 mois	Néant
Emission dans le cadre d'une offre visée à l'article L. 411-2 du code monétaire et financier sans DPS d'actions ordinaires de la Société et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital de la Société et/ou donnant droit à l'attribution de titres de créance	30/06/2021 (35 ^{ème} résolution)	80 millions d'euros pour les augmentations de capital ^(c) 1,5 milliard d'euros pour l'émission de titres de créance ^(b)	26 mois	Néant
Augmentation du montant des émissions décidées en cas de demande excédentaire (<i>greenshoe</i>)	30/06/2021 (36 ^{ème} résolution)	15% de l'émission initiale et des plafonds propres à chaque type d'émission ^(c)	26 mois	Néant
Emission sans DPS d'actions ordinaires de la Société et/ou de valeurs mobilières donnant accès au capital et/ou donnant droit à l'attribution de titres de créance destinées à rémunérer une OPE ou un apport en nature	30/06/2021 (37 ^{ème} résolution)	80 millions d'euros pour les augmentations de capital ^(c) 1,5 milliard d'euros pour l'émission de titres de créance ^(b)	26 mois	Néant
Augmentation de capital par incorporation de réserves, bénéfiques et/ou primes	30/06/2021 (39 ^{ème} résolution)	300 millions d'euros	26 mois	Néant
Augmentation de capital sans DPS réservée aux salariés adhérents d'un plan d'épargne d'entreprise	30/06/2021 (40 ^{ème} résolution)	0,5% du capital social par an	26 mois	Néant
Attribution gratuite d'actions de performance aux salariés et dirigeants	30/06/2021 (42 ^{ème} résolution)	0,4% du capital social par an pour les bénéficiaires hors dirigeants mandataires sociaux 0,025% du capital social par an pour	38 mois	408.400 droits à actions de performance (représentant 0,289% du

Nature de l'autorisation ou délégation accordée	Date de l'assemblée générale et résolution concernée	Montant nominal maximal ou pourcentage du capital social ou nombre d'actions autorisé	Durée	Utilisation au cours de l'exercice clos (2021)
		chacun des dirigeants mandataires sociaux		capital social) ³⁹
Attribution gratuite d'actions aux salariés et dirigeants	30/06/2021 (43 ^{ème} résolution)	0,4% du capital social par an	38 mois	374.600 droits à actions gratuites (représentant 0,265% du capital social) ³⁹

- (a) La 38^{ème} résolution de l'assemblée générale du 30 juin 2021 a fixé une limitation du montant nominal global des augmentations de capital social susceptibles d'être réalisées, immédiatement ou à terme, en vertu des 32^{ème} et 33^{ème} résolutions de l'assemblée générale du 30 juin 2021, à 300 millions d'euros.
- (b) La 38^{ème} résolution de l'assemblée générale du 30 juin 2021 a fixé une limitation du montant nominal global des valeurs mobilières représentatives de droits de créance susceptibles d'être émises en vertu des 31^{ème} (permettant l'émission de valeurs mobilières représentatives d'un droit de créance donnant accès au capital de filiales de la Société et/ou de toute autre société), 32^{ème}, 33^{ème}, 34^{ème}, 35^{ème} et 37^{ème} résolutions de l'assemblée générale du 30 juin 2021, à 1,5 milliard d'euros.
- (c) La 38^{ème} résolution de l'assemblée générale du 30 juin 2021 a fixé une limitation du montant nominal global des augmentations de capital social susceptibles d'être réalisées, immédiatement ou à terme, en vertu des 34^{ème} à 37^{ème} résolutions de l'assemblée générale du 30 juin 2021, à 80 millions d'euros.

6.11. Accords conclus par Lagardère étant modifiés ou prenant fin en cas de changement de contrôle de Lagardère

6.11.1. Accords en vue de la transformation de Lagardère en société anonyme à Conseil d'Administration

Comme indiqué en section 1.5.1e ci-avant et en section 1.1.1e de la Note d'Information, dans le contexte de la transformation de la Société en société anonyme, les principaux actionnaires de la Société, ont pris plusieurs engagements vis-à-vis de la Société par le biais d'accords signés le 27 avril 2021.

Aux termes des stipulations de ces accords, pendant une durée de six années à compter du 30 juin 2021, date de la transformation :

- Chacun des actionnaires a le droit de maintenir sa représentation au Conseil d'Administration et de désigner un administrateur aussi longtemps qu'il détient directement et indirectement au moins 5% du capital de la Société. Par exception, M. Arnaud Lagardère peut désigner deux administrateurs tant qu'il détient au moins 6,5% du capital et trois administrateurs tant qu'il détient au moins 7,5% du capital de la Société. Par exception

³⁹ Attributions décidées lors du Conseil d'Administration du 24 septembre 2021.

également, l'Initiateur peut désigner deux administrateurs tant qu'il détient au moins 15% du capital et trois administrateurs tant qu'il détient au moins 25% du capital. Le Conseil d'Administration doit par ailleurs comprendre un nombre minimum de huit membres désignés par l'assemblée générale des actionnaires, et de neuf membres au plus, auxquels s'ajoutent le ou les membres représentant les salariés ;

- Les décisions relatives à la révocation, au remplacement, à l'abaissement ou au durcissement des conditions de rémunération du président-directeur général et du directeur général délégué ainsi qu'à la nomination de nouveaux directeurs généraux délégués ou adjoints de la Société, seront prises à la majorité des deux tiers des membres du Conseil d'Administration.

En application des accords du 27 avril 2021, des règles spécifiques de majorité s'appliquent pour certaines décisions à adopter par le Conseil d'Administration :

- Les statuts de la Société prévoient ainsi que, pendant une durée de six ans à compter de la transformation, les décisions de révocation et de remplacement du président-directeur général et du directeur général délégué, ou la nomination de nouveaux directeurs généraux délégués ou directeurs généraux adjoints, seront prises à la majorité des deux tiers des membres du Conseil d'Administration ; les décisions relatives à la fixation de la rémunération du président directeur général et du directeur général délégué seront prises à la majorité simple sauf si elles portent sur un abaissement desdites rémunérations ou un durcissement de leurs conditions, auquel cas elles devront également être prises à la majorité des deux tiers des membres du Conseil d'Administration ;
- Le règlement intérieur du Conseil d'Administration prévoit que toute cession d'une filiale ou d'un fonds de commerce représentant, pris isolément ou en cumulé sur toute période de 12 mois, un chiffre d'affaires supérieur à (a) cinquante millions d'euros s'agissant de l'activité d'édition, (b) cent millions d'euros s'agissant de l'activité *travel retail* ou (c) dix millions d'euros s'agissant de l'activité média (radio et presse écrite), ne pourront être décidées sans l'accord du Conseil d'Administration pris à la majorité des trois cinquièmes de ses membres. La modification du règlement intérieur dans ce domaine devra être approuvée à la même majorité des trois cinquièmes de ses membres.

Ainsi que les accords du 27 avril 2021 le prévoient, les règles de composition des organes sociaux et de majorité décrites ci-avant cesseront leurs effets si un actionnaire vient à détenir, directement ou indirectement, la majorité du capital ou des droits de vote de Lagardère. Il en sera ainsi en cas de réussite de l'Offre, qui suppose l'atteinte par l'Initiateur du seuil de 50% du capital ou des droits de vote de la Société.

L'Initiateur a toutefois indiqué dans sa Note d'Information qu'il n'a pas l'intention de demander la nomination d'administrateurs supplémentaires au Conseil d'Administration de Lagardère jusqu'à l'autorisation de la prise de contrôle de la Société par les autorités de concurrence compétentes.

6.11.1. Financements

Certains contrats de financement de la Société contiennent une clause de remboursement anticipé en cas de changement de contrôle de la Société. Cependant, ni ces contrats ni aucune convention significative conclue par la Société ne devraient être résiliés du seul fait de la réalisation de l'Offre, qui n'aura pas pour conséquence un changement de contrôle au niveau de la Société dans l'attente de l'obtention des autorisations requises au titre du droit de la concurrence.

Les contrats de financement susceptibles d'être modifiés ou de prendre fin en cas de changement de contrôle de Lagardère sont les suivants⁴⁰ :

- le 11 mai 2015, Lagardère a signé une ligne de crédit syndiqué multidevises de 1,25 milliard d'euros pour une durée de cinq ans avec une possibilité d'extension de deux fois un an. Le 18 décembre 2020, un amendement et une extension de la ligne de crédit syndiqué ont été signés, avec une mise en place début janvier 2021, d'un ajustement de la facilité de crédit à 1,102 milliard d'euros et une extension de la facilité de mai 2022 à mars 2023 à hauteur de 1,002 milliard d'euros ;
- le 6 avril 2016, Lagardère a émis un emprunt obligataire sur le marché réglementé de la bourse de Luxembourg d'un montant total de 500 millions d'euros à échéance sept ans (avril 2023), avec un coupon annuel de 2,75%. Le montant nominal de 500 M€ a été réduit à 350 M€ le 5 octobre 2021 via une offre publique de rachat financée par utilisation d'une partie du produit de l'émission réalisée le 7 octobre 2021 (voir ci-dessous);
- le 14 juin 2017, Lagardère a émis un emprunt obligataire sur le marché réglementé de la bourse du Luxembourg d'un montant total de 300 millions d'euros à échéance sept ans (juin 2024), avec un coupon annuel de 1,625% ;
- le 30 juin 2017, Lagardère a contracté auprès de BNP Paribas un prêt à terme de 50 millions d'euros remboursable au plus tard le 30 juin 2022 ;
- le 26 juin 2019, Lagardère a, via un placement privé de droit allemand au format *Schuldscheindarlehen*, levé 252,5 millions d'euros. Cette opération est structurée en quatre tranches libellées en euros à taux fixes et à taux variables, avec des échéances à cinq et sept ans ;
- le 9 octobre 2019, Lagardère a émis un emprunt obligataire sur le marché réglementé de la bourse du Luxembourg d'un montant total de 500 millions d'euros à échéance sept ans (octobre 2026), avec un coupon annuel de 2,125% ;
- le 7 octobre 2021, Lagardère a émis un emprunt obligataire sur le marché réglementé de la bourse du Luxembourg d'un montant de 500 millions d'euros à échéance six ans (octobre 2027), avec un coupon annuel de 1,75%.

La Société est confiante sur sa capacité à obtenir les renonciations de ses créanciers aux clauses de remboursement anticipé en cas de changement de contrôle, et les refinancements requis.

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

A la connaissance de la Société, il n'existe pas d'accord particulier prévoyant des indemnités pour le président-directeur général, le directeur général délégué ou les salariés de la Société en cas de démission ou si leurs fonctions prenaient fin en raison d'une offre publique.

7. REUNION DU COMITE DE GROUPE DE LAGARDERE

L'avis du comité de groupe rendu le 18 mars 2022, et le rapport de l'expert-comptable désigné par le comité de groupe, sont intégralement reproduits en Annexe 1.

⁴⁰ Ces contrats et conventions sont décrits à la section 1.8.2 du Document d'Enregistrement Universel 2021 de la Société déposé auprès de l'AMF le 18 mars 2022 sous le numéro D.22-0123.

8. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

En application des dispositions de l'article 261-1 I du RGAMF, le Conseil d'Administration de la Société, lors de sa séance du 21 décembre 2021, a désigné le cabinet Eight Advisory représenté par M. Geoffroy Bizard lequel a mené ses travaux avec l'appui de M. Alexis Karklins-Marchay, en qualité d'expert indépendant avec pour mission de préparer un rapport sur les conditions financières de l'Offre.

Ledit rapport, en date du 21 mars 2022, est intégralement reproduit en Annexe 2.

9. MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE

Conformément à l'article 231-28 du RGAMF, les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société feront l'objet d'un document spécifique déposé auprès de l'AMF et mis à la disposition du public selon les modalités propres à assurer une diffusion effective et intégrale, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre.

10. PERSONNES RESPONSABLES DU CONTENU DE LA NOTE EN REPONSE

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

M. Arnaud Lagardère
Président-directeur général de la Société

Annexe 1

Avis du comité de groupe Lagardère et rapport de l'expert-comptable désigné par le comité de groupe

« Avis du Comité de groupe de Lagardère sur le projet d'Offre publique d'achat visant les actions de la société Lagardère initiée par Vivendi

Préambule

Les élus attendaient des dirigeants de Vivendi qu'ils soient transparents et loyaux dans la sincérité des informations transmises à l'expert pour qu'il puisse rédiger son rapport. De la qualité de ces réponses dépendait l'avis des élus.

Or il s'avère que Vivendi est resté totalement opaque dans les informations transmises et sur ses véritables intentions quant à l'avenir. En effet, l'expert du Comité de groupe n'a obtenu qu'une fin de non-recevoir à ses demandes d'« informations nécessaires à l'exercice de sa mission ». Nous ne pouvons ainsi disposer que d'informations publiques et de déclarations d'intention de la part de Vivendi.

La remise d'un avis éclairé sur le projet soumis à consultation repose sur une connaissance a minima de « la politique industrielle et financière [de l'initiateur de l'Offre], [de] ses plans stratégiques pour la société concernée et [des] répercussions de la mise en œuvre de l'offre sur l'ensemble des intérêts, l'emploi, les sites d'activité et la localisation des centres de décision de cette société », comme le prévoit l'article L2312-43 du Code du travail. Or, les membres du Comité ne disposent pas des intentions réelles de Vivendi sur ces champs, au-delà de propos calibrés sur la volonté de développer les activités du groupe Lagardère, d'absence de conséquence sur l'emploi du projet, et de maintien de l'intégrité du groupe.

Pour justifier son absence de communication des éléments demandés par l'expert du Comité de groupe, Vivendi prétend être en attente de décisions que pourraient l'obliger à prendre la Commission européenne.

C'est dans ce contexte qu'intervient le présent avis.

I. Conditions d'exécution de la mission

Le Comité de groupe de Lagardère est aujourd'hui consulté sur le projet d'Offre publique d'achat visant les actions de la société Lagardère initiée par Vivendi, en vertu des articles L. 2312-42 à 51 du Code du travail, relatif aux offres publiques d'acquisition (OPA), et de l'article L2332-2.

Dans le cadre du processus d'information en vue d'une consultation, le Comité a accueilli des représentants de la direction de Vivendi, le 24 février, pour l'audition de l'auteur de l'Offre prévue à l'article L2312-43. Cet échange qui avait pour objet d'approfondir certains des aspects de la proposition de Vivendi a surtout soulevé de nombreuses questions.

Avant de rendre son avis sur le projet, le Comité de groupe de Lagardère a analysé le rapport de l'expert-comptable désigné pour l'accompagner dans l'étude de l'OPA, dans le cadre de l'article L2312-42 du Code du travail. Les représentants du Comité ont notamment pris connaissance de la partie dudit rapport consacré aux « conditions d'exécution de la mission », et plus particulièrement les difficultés rencontrées par l'expert-comptable du Comité pour obtenir les informations demandées à la direction de Vivendi. En l'espèce, l'expert du Comité n'a pas obtenu « les informations nécessaires à l'exercice de sa mission », comme le prévoit

l'article L2315-83 du Code du travail. Aussi, et au-delà des informations remises par la direction de Lagardère, le rapport de l'expert-comptable du Comité repose sur des informations publiques qui ne permettent pas d'analyser le projet de Vivendi et ses conséquences industrielles, sociales et économiques. À l'évidence, le discours de Vivendi de se limiter à l'OPA tait les conséquences sociales et économiques découlant de la prise de contrôle.

Pour ce qui est de l'avenir des salariés de Lagardère, et notamment dans l'édition, la diffusion et la distribution des livres en France, dans la radio, la presse et le spectacle vivant, ainsi que sur le périmètre du siège de Lagardère, les réponses aux questions légitimes des membres du Comité sont écartées, au motif que les options qui seront déployées seront fonction des décisions prises par les autorités de la concurrence de la Commission européenne et par l'ARCOM.

Est-ce à dire que Vivendi, avec l'aide de ses conseils, n'a pas eu le temps ni les moyens d'anticiper les orientations stratégiques qu'il entend impulser chez Lagardère, sur les synergies de revenus et de coûts qu'un tel rapprochement est susceptible d'engendrer ? Qu'il n'a pas de vision sur les conséquences, a priori prévisibles, des décisions qui seront prises par les autorités administratives en charge de l'analyse du projet ? Ce alors que la prise de contrôle à 100 % de Lagardère par Vivendi, si tel devait être le cas, met en jeu 3,2 milliards d'euros de fonds propres et 1,5 milliard d'euros de reprise de dette nette. De plus, l'achat de Lagardère s'inscrit dans la stratégie affirmée de Vivendi « de développer un grand groupe de culture européenne et d'envergure internationale ». Dès lors, il est difficile de croire que des plans stratégiques, comprenant différentes options, n'ont pas été élaborés par Vivendi.

Aussi et dans ce contexte, le discours sur « toutes les options restent ouvertes » devient peu ou pas audible, plongeant les salariés de Lagardère et leurs représentants dans la plus grande incertitude sur ce que seront à terme les conséquences concrètes des options de Vivendi et de Bolloré SE sur les métiers et les emplois de leur cible. Ce flou entretenu sur les intentions réelles de l'initiateur de l'Offre engendre de l'inquiétude au sein d'une grande partie des 28 000 collaborateurs du groupe Lagardère, et notamment parmi les plus de 7 400 salariés de Lagardère en France.

II. Lagardère Publishing

Compte tenu du statut de numéro un et de numéro deux de Lagardère Publishing et d'Editis sur le marché français de l'édition, de la diffusion et de la distribution de livres (56 % de PDM selon notre expert), et en raison d'un risque de position dominante, il est très difficile d'envisager un rapprochement de ces deux entités sans que soient imposés de très puissants « remèdes » (cessions d'entités) sur la quasi-totalité des segments de marché. En l'absence d'éclairage sur les options privilégiées par Vivendi, les représentants du Comité de groupe de Lagardère en sont réduits aux conjectures. Or, la plupart des scénarios qu'il est possible de dessiner, y compris ceux que le Comité et son expert n'ont pas travaillés, emportent des conséquences sociales importantes. Soit au mieux le transfert de salariés vers un autre employeur, ou de profondes réorganisations, pouvant engendrer des risques de pertes d'emplois. Dans l'activité de diffusion et de distribution, où Editis et Hachette sont hégémoniques (environ 65 % de PDM), l'éventuel détournement des activités d'Interforum et/ou Hachette Distribution apparaît éminemment compliqué et inquiétant d'un point de vue social. Cette activité de distribution, à en croire M. de Puyfontaine, Président du Directoire de Vivendi, est stratégique pour le développement futur du groupe d'édition qui résultera de l'OPA, comme il l'a rappelé dans le Figaro du 23 février et les Echos du 10 mars. L'objectif annoncé est de servir les libraires en 24 heures à l'horizon 2023 pour concurrencer Amazon. Cela nécessite une refonte rapide de la structure actuelle des outils et plateformes de distribution. Il est donc éminemment préjudiciable qu'aucun document ne nous ait été fourni concernant ce projet.

Face à l'ampleur de cette opération de rapprochement, impliquant les deux plus grands acteurs de l'édition en France, le Comité considère que Vivendi devait lui transmettre son analyse circonstanciée du marché du livre et de son évolution pour les années à venir.

III. Lagardère Travel Retail

Sur les activités de Travel Retail, les enjeux sociaux déjà préoccupants, en raison de la crise sans précédent que nous traversons depuis 2 ans, le seront d'autant plus, car demeure la question stratégique : cet actif peut-il s'intégrer dans un groupe dont les métiers s'organisent autour du contenu et des médias ? Dès lors, l'avenir de cette division n'est-il pas d'être vendu aussitôt que des conditions de marchés plus favorables seront retrouvées ?

Ce secteur n'est en attente d'aucune autorisation administrative, le Comité de groupe aurait dû recevoir les orientations stratégiques de Vivendi concernant cette activité sur les douze mois à venir, notamment sur les appels d'offres en cours (ADP-SDA) et à venir (ADP-LTRF, SNCF-LTRF, etc.).

IV. Lagardère News

Enfin, les interrogations sont nombreuses quant au devenir à moyen terme des activités du groupe Lagardère sur la radio, la presse et les salles de spectacle. En effet, ces activités sont a priori synergiques avec celles de Groupe Canal+ sur la télévision en clair, avec celles de Prisma Media concernant les titres de presse et le pôle spectacle vivant de Vivendi Village. Sur ces champs, les membres du Comité perçoivent déjà les initiatives prises par Vivendi sur le périmètre d'Europe 1, avec de fortes conséquences sociales, et ce alors que l'initiateur de l'Offre ne dispose pas encore du contrôle sur Lagardère. Quels sont les plans de Vivendi sur ces secteurs d'activité dont les radios musicales ? Ces secteurs ont-ils vocation à fusionner avec leur équivalent chez Vivendi ? Dans l'affirmative, à quel horizon ? Avec quelles conséquences sociales ?

V. L'intégrité du groupe Lagardère

Enfin, les membres du Comité ont noté la déclaration de Vivendi de préserver l'intégrité du groupe Lagardère. Toutefois, ce discours apparaît à bien des niveaux peu ou pas audible. Une nouvelle fois, Vivendi entend-il prendre le contrôle de Lagardère sans chercher à dégager les synergies nées d'un tel rapprochement ? Alors que la distribution du capital d'UMG aux actionnaires de Vivendi a permis de supprimer la décote de holding sur cet ancien actif phare de l'initiateur de l'Offre, Bolloré SE supportera-t-il longtemps une cascade de décotes de holding née de ses participations dans Vivendi et, indirectement dans Lagardère ? Dans la négative, qui nous semble participer de la rationalité financière, que vont devenir les équipes du siège de Lagardère ? Vivendi est-il prêt à prendre des engagements sur la préservation de l'emploi sur ce périmètre sur les trois prochaines années ainsi que sur les autres activités françaises de Lagardère ?

Conclusion

En vertu de l'article L2312-51 du Code du travail, et en cas de succès de l'offre sur Lagardère, les membres du Comité invitent Vivendi à rendre compte « au cours du sixième, du douzième et du vingt-quatrième mois suivant la clôture de l'offre, de la manière dont il a mis en œuvre [ses] déclarations d'intention » et sur les déclarations de principe et de forme lors de l'audition par le Comité de groupe, notamment concernant l'emploi et l'intégrité du Groupe.

De la même façon, les Instances de représentation du personnel de Lagardère entendent user de leurs prérogatives d'information et de consultation, ce afin d'être en mesure d'appréhender avec la plus grande précision les décisions qui pourraient être prises par les autorités de la concurrence, et ses conséquences sur le périmètre du nouvel ensemble, tant d'un point de vue économique que social.

Compte-tenu de l'absence de documents et de réponse aux légitimes interrogations de l'expert et des élus permettant au Comité de groupe d'évaluer précisément les conséquences de l'OPA sur l'activité et l'intégrité du groupe Lagardère ainsi que sur l'emploi, les élus sont dans l'incapacité d'émettre un avis plus précis et qui aille au-delà des considérations ci-dessus évoquées. Ils ne peuvent que prendre acte de cette OPA en proclamant par ailleurs leurs inquiétudes, à l'évidence fondées, sur les conséquences sociales et économiques de celle-ci.

Cette déclaration vaut avis ».



RAPPORT DE L'EXPERT-COMPTABLE AUPRÈS DU COMITÉ DE GROUPE

LAGARDÈRE

Projet d'Offre Publique d'Achat visant les actions de la société Lagardère initiée par Vivendi

Mars 2022



Négociateur
à armes égales

Ce rapport ne saurait être complet sans la synthèse – tirée à part – qui l'accompagne

Sextant Expertise – 8, rue Bernard Buffet, Immeuble Le Cardine, 75017 Paris – Tél. : 01 40 26 47 36 – www.sextant-expertise.fr
Société inscrite à l'Ordre des experts comptables – Conseil régional Paris Ile de France
S.A.S. au capital de 41 050 € - 409 717 782 00067 RCS Paris – APE 6920Z – Intracom FR 10 409 717 782

Confidentiel

Conditions d'exécution de la mission - *Un accès aisé aux interlocuteurs, mais fin de non-recevoir de Vivendi quant à la transmission d'informations écrites sur son projet pour Lagardère en cas de succès de l'OPA*

Mesdames et Messieurs les membres du Comité de Groupe,

Vous avez désigné notre cabinet pour vous assister en vue de la consultation sur le projet d'Offre Publique d'Achat de Vivendi sur Lagardère, comme l'article L. 2312-42 du Code du travail vous y autorise. Nous vous remercions de votre confiance renouvelée.

Notre mission s'est déroulée dans un contexte rendu difficile par l'envoi tardif de certains documents dans un calendrier extrêmement contraint, et par l'absence de remise de documents écrits sur le projet industriel et financier relatif à Lagardère que l'auteur de l'offre projetée de mettre en œuvre en cas de succès de l'OPA.

Notre demande de documents a été envoyée le 23 février, au lendemain de notre désignation.

Le cadre légal fixe à 5 jours le délai de nos interlocuteurs pour nous remettre l'information.

Au 28 février, nous avons reçu la quasi-totalité des informations demandées auprès de Lagardère (hormis les fichiers d'effectifs), mais aucune du côté de Vivendi, malgré deux relances, l'une le 28 février, l'autre le 2 mars.

Le 3 mars, nous avons une première salve d'informations sur Vivendi, mais extrêmement réduite et peu pertinente pour nos travaux.

Le 3 mars, une troisième relance a été effectuée. Nous avons

alors reçu les documents relatifs à la montée de Vivendi au Capital de Lagardère et les notes concernant de l'évaluation de Lagardère dans le cadre de l'OPA, mais toujours aucune sur le projet à la clôture de l'opération.

Finalement, le 7 mars, un entretien a pu être organisé avec les membres de la direction de Vivendi afin d'échanger sur les modalités d'accès à l'information. Eu égard aux enjeux de confidentialité de l'opération, nous avons proposé de signer un engagement de confidentialité ou de nous déplacer en « data room ». Demandes auxquelles la direction n'a pas accédé.

Nos investigations sur le projet de Vivendi post OPA ont donc été restreintes, en raison d'un accès limité à l'information et se sont cantonnées aux informations publiques et glanées lors d'entretiens avec Madame Laurence Daniel et Patrick Clément (Stratégie et M&A) ainsi que Messieurs Gilles Alix et Stéphane Roussel (membres du directoire en charge de l'opération), abordant le projet dans les « grandes lignes ».

Conditions d'exécution de la mission - Un accès aisé aux interlocuteurs, mais fin de non-recevoir de Vivendi quant à la transmission d'informations écrites sur son projet pour Lagardère en cas de succès de l'OPA

L'absence de documentation écrite est regrettable. Cela a restreint nos analyses. Ces dernières reposant dès lors sur des scénarii possibles et les risques associés.

Pourtant, la convention d'expertise définissant les objectifs de notre mission et le cadre légal encadrant l'accès à l'information de l'expert comptable mandaté par le comité groupe sont très clairs.

Sur les objectifs de notre mission, l'article L. 2312-45 dispose :

« L'expert-comptable désigné en application du dernier alinéa de l'article L. 2312-42 établit un rapport qui évalue la politique industrielle et financière et les plans stratégiques que l'auteur de l'offre envisage d'appliquer à la société objet de l'offre, ainsi que les répercussions de leur mise en œuvre sur l'ensemble des intérêts, l'emploi, les sites d'activité et la localisation des centres de décision de cette dernière société. »

Concernant l'accès à l'information de l'expert, l'article L. 2315-90 dispose :

« Pour opérer toute vérification ou tout contrôle entrant dans l'exercice de ses missions, l'expert-comptable a accès aux mêmes documents que le commissaire aux comptes de l'entreprise », soit « toutes les pièces qu'il estime utiles à l'exercice de sa mission ».

Conformément au code de déontologie et à la loi, l'expert-

comptable est tenu au secret professionnel. En cela, aucune information n'est transmise à l'état brut aux mandants. En ce qui concerne les informations sensibles, des modalités particulières peuvent être mises en œuvre pour préserver l'entreprise de tout préjudice.

Il a ainsi déjà été jugé que l'entreprise ne peut pas refuser de communiquer l'information à l'expert-comptable en soulevant le caractère confidentiel des informations.

Toujours au sujet de l'information, la Direction de Vivendi s'est engagée oralement à venir présenter au comité de groupe de Lagardère, autant que de besoin, les avancées du projet en lien avec les échanges avec la Commission européenne.

Enfin, nous avons reçu les éléments sur les effectifs tardivement (derniers éléments reçus le mercredi 9 mars), restreignant également les possibilités d'analyse sur ces sujets.

Conditions d'exécution de la mission - Un accès aisé aux interlocuteurs, mais fin de non-recevoir de Vivendi quant à la transmission d'informations écrites sur son projet pour Lagardère en cas de succès de l'OPA

Du côté de Lagardère, nos investigations nous ont également conduits à échanger avec Madame Hauwel et Monsieur Leroy. Nous remercions l'ensemble de nos interlocuteurs de la disponibilité dont ils ont fait montre dans un calendrier serré.

Comme tout avis d'expert, nos diagnostics peuvent être discutés, d'autres points de vue peuvent assurément être défendus : notre propos est de contribuer à l'émergence d'un débat, à l'enrichissement des relations sociales, à une meilleure maîtrise par le personnel de son destin collectif.

Nous espérons que notre intervention contribuera utilement au débat dans l'esprit duquel elle a été conçue et que notre rapport permettra la tenue d'un dialogue social de qualité.

Nous restons à votre disposition pour tout renseignement ou demande complémentaire émanant ou non de nos travaux.

Paris, le 14 mars 2022

Eve LECHERBONNIER, Benoît du BEUX, Christophe LEBARON,
Olivier MARAIS

Expert-comptable signataire : Christian PELLET

Notre demande de documentation et retours reçus

Documents demandés	Intérêt pour la mission	Observations Sextant
ODJ, PV ou extraits de PV des réunions des Conseils d'Administration (Directoire et Conseil de Surveillance pour Vivendi) des deux sociétés mères (offreur et cible) traitant du projet.	Accéder aux échanges des instances de direction au sujet l'opération.	Reçu. Il est important d'obtenir en complément les documents présentés aux CA, les échanges retranscrits dans les PV pouvant être très succincts.
Documents remis et/ou présentés aux Conseils d'Administration (Directoire et Conseil de Surveillance pour Vivendi) des deux sociétés mères (offreur et cible) traitant du projet.	Accéder aux travaux présentés aux instances de direction appuyant les prises de décision.	Côté Lagardère nous avons obtenu l'ensemble de la documentation. Côté Vivendi, nous avons reçu des éléments relatifs à la montée au capital dans Lagardère et aux travaux d'évaluation pour l'offre, mais aucune information sur la politique envisagée post OPA. Des travaux étaient pourtant mentionnés dans les PV des instances de gouvernance.
Copie des pactes d'actionnaires existants.	Comprendre les enjeux actionnaires.	Réponse des directions de Lagardère et Vivendi : « <i>Il n'existe aucun pacte d'actionnaires en vigueur</i> ».
Liste des sociétés de conseils, hors avocats, recrutés par chacune des sociétés mères (banques d'affaires, sociétés d'audits, sociétés spécialisées en matière de réduction de coûts/restructuration/réorganisation, expert en vue de l'attestation d'équité, etc.).	Identifier les principaux enjeux et les principales problématiques des parties prenantes de l'opération.	Liste transmise par les deux parties. La liste transmise par Vivendi comprend uniquement les banques accompagnatrices du projet et Havas pour le volet communication.

Notre demande de documentation et retours reçus

Documents demandés	Intérêt pour la mission	Observations Sextant
Copie des travaux des conseils remis et/ou présentés à la Direction de chacun des groupes et/ou aux CA de chacune des sociétés mères s'agissant notamment de l'intérêt de l'opération, de la valorisation, de l'examen des BP, des synergies, des enjeux en matière de concentration, etc.	Identifier les principaux enjeux et les principales problématiques des parties prenantes de l'opération.	Reçu des deux côtés. Les travaux remis côté Vivendi sont ceux émis par les banques accompagnatrices, se limitant aux aspects financiers de l'opération.
Copie des échanges écrits entre les deux sociétés mères au niveau des directions générales et CA.	Identifier les principaux enjeux et les principales problématiques des parties prenantes de l'opération.	Réponse reçue par Sextant : Néant.
ODJ, PV ou extraits ou comptes rendus ou tout autre vocable en vigueur, des réunions du comité exécutif du groupe traitant du projet au niveau de chacune des sociétés mères.	Identifier les principaux enjeux et les principales problématiques des parties prenantes de l'opération.	Réponse reçue par Sextant : Néant.
Business plan/plan d'affaires du groupe cible, stand alone.	Comprendre l'impact de l'opération sur la stratégie de la cible en stand alone.	Reçu plan stratégique et plan d'affaires de Lagardère.
Business plan/plan d'affaires (ou tout autre vocable en vigueur) du groupe offreur, stand alone.	Comprendre l'impact de l'opération sur la stratégie de l'offreur en stand alone.	Réponse de Vivendi : « <i>Un tel document est inexistant</i> ».

Notre demande de documentation et retours reçus

Documents demandés	Intérêt pour la mission	Observations Sextant
Plan de synergies détaillé de l'offreur au niveau de granularité le plus fin. BP combiné de l'offreur.	Analyse de la politique industrielle et financière et du plan stratégique que l'offreur envisage de mettre en place au niveau de la cible.	Absence de documents reçus. Réponses de Vivendi : « Ces demandes, au stade de l'information sur l'OPA, sont nécessairement prématurées. Aucun BP ni plan de synergie n'a été établi à ce stade. » « Ces informations, qui se rapportent davantage à la procédure de concentration, vous seront, le cas échéant, fournies lorsque la procédure de consultation associée sera ouverte. »
Plan d'intégration de l'offreur.		
Copie des travaux relatifs à toutes simulations/hypothèses en matière de réorganisation (cessions, suppressions d'emplois, externalisations) de l'offreur.		
Organisation mise en place au niveau de l'acquéreur pour mener à bien le projet : groupes de travail/steering committee, rapports/présentations produits à date et/ou présentés à date au niveau du steering committee.	Analyse de la politique industrielle et financière et du plan stratégique que l'offreur envisage de mettre en place au niveau de la cible.	Reçu pour les éléments relatifs à la réalisation de l'opération et notification du projet auprès de la Commission européenne.
Calendrier de réalisation du projet sur 18-24 mois côté offreur.		
Au niveau de chacun des groupes : comptes-rendus/notes ou tout autre support à la suite de réunions avec les autorités réglementaires sur d'éventuels engagements (activités, sites, emploi, etc.).	Analyse des risques d'exécution de l'opération auprès de l'autorité de la concurrence.	Aucun document reçu alors que la note d'information de l'offre fait état d'une prénotification auprès de la Commission européenne.

Sommaire de notre rapport

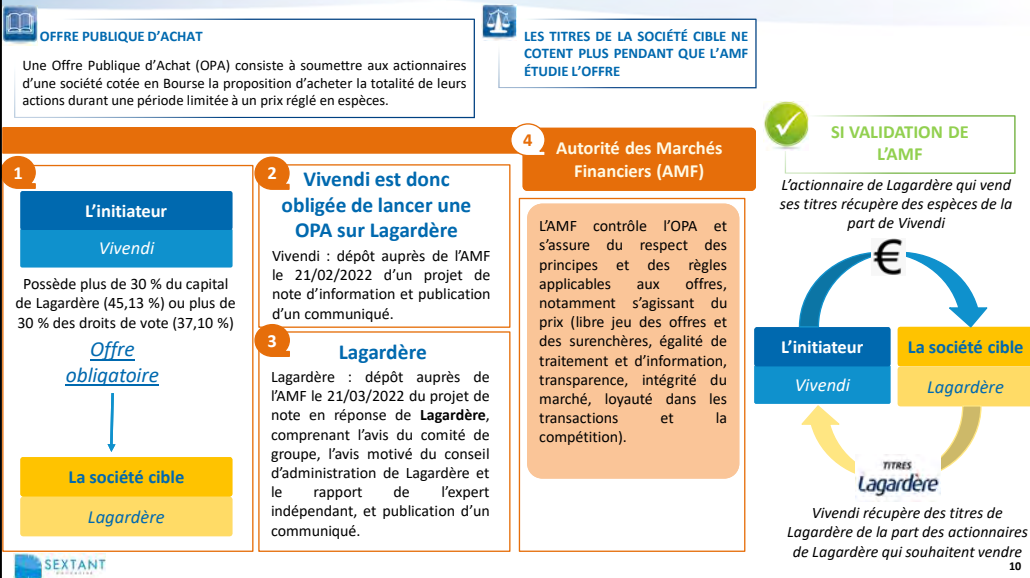
1. L'Offre Publique d'Achat et le calendrier à venir pour les élus du Comité de groupe Lagardère	9
2. Panorama des remèdes que peut imposer l'autorité de la concurrence	22
3. Présentation de Vivendi	33
4. Présentation du groupe Bolloré	40
5. Analyse des résultats de Lagardère 2021	45
6. Analyse de la valorisation de Lagardère réalisée par les banques présentatrices de l'offre	51
7. Editis et Lagardère Publishing seront vraisemblablement impactés par les remèdes de la Commission Européenne	70
8. Lagardère Travel Retail, peu de synergies, mais un potentiel de plus-value pour Vivendi	75
9. Autres activités : des rapprochements sont possibles	81
10. Analyse sociale du projet	84

L'Offre Publique d'Achat et le calendrier à venir pour les élus du Comité de groupe Lagardère

9

L'Offre Publique d'Achat (OPA) : définition et fonctionnement

Étant détentrice de plus de 30 % du capital de Lagardère, Vivendi est dans l'obligation de réaliser une OPA



10

L'Offre Publique d'Achat (OPA) : définition et fonctionnement

Étant détentrice de plus de 30 % du capital de Lagardère, Vivendi est dans l'obligation de réaliser une OPA



OBLIGATION DE PROCÉDER À UNE OPA

Article L.433-1-2 du Code monétaire et financier (CMF)

Il est obligatoire, sur le marché réglementé, de déposer une offre publique d'achat (ou d'échange) pour tout individu/société qui franchit le seuil de 30 % du capital ou des droits de vote d'une autre société, ou qui détient déjà entre 30 % et 50 % du capital ou des droits de vote d'une autre société et qui a augmenté de plus de 1 % sa participation au cours des douze derniers mois.



COMMENT EST FIXÉ LE PRIX ?

- Vivendi a fixé le prix de l'OPA ;
 - Le prix doit correspondre au minimum au prix le plus élevé payé par l'initiateur au cours des douze derniers mois précédant l'Offre ;
- On constate en général des primes allant de 20 % à 30 % sur le dernier cours coté.
- L'AMF peut intervenir et demander une modification du prix (article L. 433-3 du CMF).



ÉCHEC DE L'OFFRE

Si le seuil de Caducité (50 % + 1 action) n'est pas atteint.



RÉUSSITE DE L'OFFRE

Si le seuil de Caducité est atteint (50 % +1 action).



RETRAIT OBLIGATOIRE

Dans le cadre générale d'une OPA si les titres non apportés à l'Offre représentent moins de 10 % du capital et des droits de vote, l'offreur peut mettre en œuvre un retrait obligatoire sur ces titres. Cependant la note d'information relative au projet précise que cette offre ne sera : « pas suivie d'une procédure de retrait obligatoire ».

OPA : un succès dès lors que le seuil de réussite est dépassé



QUAND L'OPA EST-ELLE UN SUCCÈS ?

Afin d'être réussie, le Seuil de Caducité, soit « 50 % + 1 action », doit être dépassé, sans quoi l'offre devient caduque et les titres apportés par les actionnaires désirant vendre les leurs sont restitués.

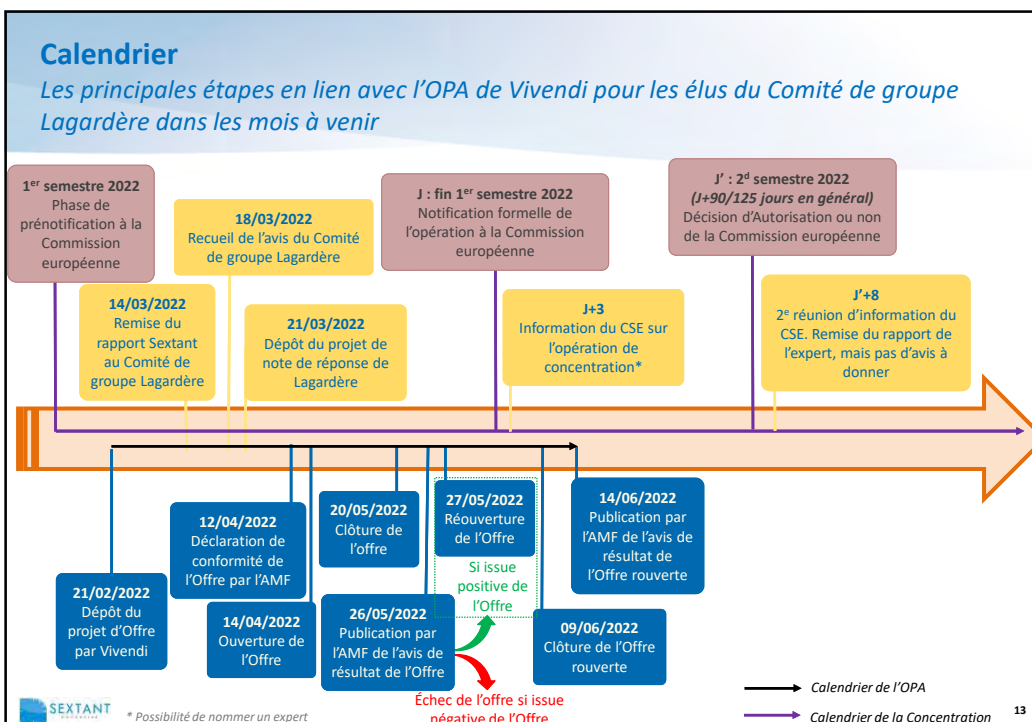
Notons que Vivendi avait la possibilité de fixer des conditions suspensives à son Offre, comme l'obtention de l'aval des autorités de la concurrence, mais aucune clause de ce type ne figure dans le projet de note d'information.



QUE SE PASSE-T-IL SI VIVENDI ACQUIERT PLUS DE 90 % DES ACTIONS DE LAGARDÈRE ?

Si Vivendi acquiert plus de 90 % des actions de Lagardère, l'action Lagardère serait considérée comme peu liquide, et une offre publique de retrait pourrait être lancée par Vivendi après la clôture des offres initiales, suivi d'un retrait obligatoire de la cotation. Les derniers actionnaires seraient alors obligés de vendre à un cours généralement équivalent à celui de l'OPA.

Ce cas de figure n'a que peu de chance de se réaliser, sauf à ce que les principaux actionnaires décident de vendre leurs actions dans le cadre de l'OPA. D'autre part, la note d'information de Vivendi précise que l'offre « ne sera pas suivie d'une procédure de retrait obligatoire ».



Principales étapes de l'OPA (1/3)

Dans l'hypothèse où il n'y aurait pas d'offre concurrente

Dates	Principales étapes de l'offre
21/02/2022	<ul style="list-style-type: none"> Dépôt du projet d'Offre et du Projet de Note d'Information de Vivendi auprès de l'AMF. Mise à disposition du public du Projet de Note d'Information de Vivendi aux sièges de Vivendi et des Établissements Présentateurs (BNP Paribas, CIC, Natixis, Société Générale, Lazard Frères Banque). Mise en ligne sur les sites Internet de Vivendi (www.vivendi.com/) et de l'AMF (www.amf-france.org/) du Projet de Note d'Information. Diffusion par Vivendi du communiqué de dépôt et de mise à disposition du Projet de Note d'Information.
22/02/2022	<ul style="list-style-type: none"> Comité de groupe Lagardère : nomination de Sextant Expertise pour accompagner les élus.
24/02/2022	<ul style="list-style-type: none"> Réunion entre les élus du Comité de groupe Lagardère et la direction de Vivendi SE afin que cette dernière puisse présenter son offre et répondre aux questions des élus comme la Loi le permet.
14/03/2022	<ul style="list-style-type: none"> Remise du rapport de Sextant Expertise au Comité de groupe Lagardère.
18/03/2022	<ul style="list-style-type: none"> Remise de l'avis du Comité de groupe Lagardère.
21/03/2022	<ul style="list-style-type: none"> Dépôt auprès de l'AMF du projet de note en réponse de Lagardère, comprenant l'avis du comité de groupe, l'avis motivé du conseil d'administration de Lagardère et le rapport de l'expert indépendant. Mise à disposition du public du projet de note en réponse de Lagardère. Mise en ligne sur les sites Internet de Lagardère (www.lagardere.com/) et de l'AMF du projet de note en réponse. Diffusion par Lagardère du communiqué de dépôt et de mise à disposition du projet de note en réponse.
12/04/2022	<ul style="list-style-type: none"> Publication de la déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa de la note d'information de Vivendi et de la note en réponse de Lagardère. Mise à disposition du public au siège de Vivendi et des Établissements Présentateurs (BNP Paribas, CIC, Natixis, CIB, Société Générale, Lazard) et mise en ligne sur les sites Internet de Vivendi et de l'AMF de la note d'information visée. Mise à disposition du public au siège de Lagardère et mise en ligne sur les sites Internet de Lagardère et de l'AMF de la note en réponse visée.

SEXTANT Sources : Projet de note d'information de la société Vivendi SE

Principales étapes de l'OPA (2/3)

Dans l'hypothèse où il n'y aurait pas d'offre concurrente

Dates	Principales étapes de l'offre
13/04/2022	<ul style="list-style-type: none">Mise à disposition du public au siège de Vivendi SE et des Établissements Présentateurs (BNP Paribas, CIC, Natixis CIB, Société Générale, Lazard) et mise en ligne sur le site Internet de Vivendi et de l'AMF des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de Vivendi.Diffusion par Vivendi du communiqué de mise à disposition de la note d'information visée et des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de Vivendi.Mise à disposition du public au siège de Lagardère et mise en ligne sur le site Internet de Lagardère et de l'AMF des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de Lagardère.Diffusion par Lagardère du communiqué de mise à disposition de la note en réponse visée et des informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de Lagardère.
14/04/2022	<ul style="list-style-type: none">Ouverture de l'Offre pour une durée de 25 jours de bourse.
22/04/2022	<ul style="list-style-type: none">Assemblée générale des actionnaires de Lagardère, à laquelle il sera notamment proposé de distribuer un dividende 2021 de 0,50 euro par action.
25/04/2022	<ul style="list-style-type: none">Détachement du dividende 2021 de 0,50 euro par action Lagardère.
À partir du 27/04/2022	<ul style="list-style-type: none">Mise en paiement du dividende 2021 de 0,50 euro par action Lagardère.
20/05/2022	<ul style="list-style-type: none">Clôture de l'offre.
26/05/2022	<ul style="list-style-type: none">Publication par l'AMF de l'avis de résultat de l'Offre.

Principales étapes de l'OPA (3/3)

Dans l'hypothèse où il n'y aurait pas d'offre concurrente

Dates	Principales étapes de l'offre
27/05/2022	<ul style="list-style-type: none">Ouverture de l'Offre rouverte pour une durée de 10 jours de bourse (en cas d'issue positive de l'Offre).
02/06/2022	<ul style="list-style-type: none">Règlement livraison de l'Offre (en cas d'issue positive de l'Offre).
À compter du 02/06/2022	<ul style="list-style-type: none">Inscription en compte des Droits de Cession relatifs aux actions présentées à l'Offre subsidiaire durant la première période d'Offre.
09/06/2022	<ul style="list-style-type: none">Clôture de l'Offre rouverte.
14/06/2022	<ul style="list-style-type: none">Publication par l'AMF de l'avis de résultat de l'Offre rouverte.
20/06/2022	<ul style="list-style-type: none">Règlement-livraison de l'Offre rouverte.
À compter du 20/06/2022	<ul style="list-style-type: none">Inscription en compte des Droits de Cession relatifs aux actions présentées à l'Offre subsidiaire durant l'Offre rouverte.

Vérification du contenu du projet de note d'information de l'acquéreur

Thématiques	Présence dans le projet de notification
Identité de Vivendi (Initiateur) et des Banques conseils de Vivendi	✓
Circonstances de l'opération : motifs et intentions de Vivendi	✓
Clauses suspensives de l'offre, en l'occurrence les avis à venir des autorités de la concurrence. Absence de ces clauses dans le projet de notification	✓
Termes de l'Offre : modalité et caractéristiques de l'Offre, prix proposé, nombre et nature des titres visés, nombre et nature des titres déjà détenus, seuil de caducité	✓
Le calendrier de l'offre	✓
La méthode d'évaluation retenue	✓
Le financement de l'Offre et les incidences sur les actifs, activités et résultats des sociétés concernées	✓
Intentions de Vivendi vis-à-vis de la Lagardère sur au moins les douze prochains mois	✓
Les enjeux opérationnels et industriels, juridiques, sociaux, actionnaires	✓
Les personnes assumant la responsabilité de la note d'information pour Vivendi ainsi que pour la banque conseil présentant l'offre	✓

Afin de l'aider à rendre un avis motivé, le Conseil d'Administration de Lagardère a nommé un Expert indépendant

Objectif

Permettre au Conseil d'Administration de Lagardère de rendre un avis motivé en appréciant les conditions financières de l'Offre

Contenu du rapport de l'Expert indépendant

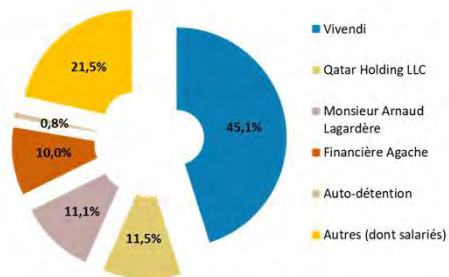
- Présentation de l'expert.
- Diligences réalisées.
- Évaluation de Lagardère reposant sur une approche multicritère (cours de bourse de référence, comparables boursiers, multiples de transactions comparables, actualisation des flux de trésorerie, somme des parties, etc.).
- Analyse des travaux d'évaluation réalisés par les conseils de Vivendi.
- Appréciation des éventuelles observations formulées par des actionnaires.

Bien que peu probable eu égard à la répartition du capital de Lagardère qui fait peu de place au flottant, une contre-offre est toujours possible



TECHNIQUEMENT UNE CONTRE-OFFRE EST TOUJOURS POSSIBLE DE LA PART D'UN OU PLUSIEURS ACTEURS OU D'UN FONDS

► Répartition du capital de Lagardère à la date du Projet de note d'information selon Vivendi



CONCLUSION SEXTANT

Dans les faits, au vu de la composition du capital de Lagardère suite au rachat par Vivendi des actions détenues par Amber Capital, il est très peu probable qu'une contre-offre émerge, car elle nécessiterait de racheter l'ensemble des actions des principaux actionnaires (Qatar Holding LLC, Monsieur Arnaud Lagardère, Financière Agache) et une partie du flottant.

Ainsi une contre-offre par un tiers serait risquée et nécessiterait de proposer un prix sensiblement plus élevé.

L'OPA aboutissant à une concentration, elle devra être validée par plusieurs autorités de la concurrence, principalement la Commission européenne



QUELLE ÉTAPE APRÈS L'OPA ?

- Une étape importante en parallèle de l'OPA est la notification de l'opération de concentration auprès des autorités de la concurrence.
- Cette notification pourra intervenir dès lors que Vivendi sera en mesure de présenter un projet suffisamment ficelé afin de permettre l'instruction du dossier.



LES AUTORITÉS DE LA CONCURRENCE QUI DOIVENT VALIDER L'OPÉRATION APRÈS AVOIR ÉTÉ NOTIFIÉES

- Commission européenne : phase de prénotification en cours
- Arabie saoudite
- Chine
- Communauté économique et monétaire de l'Afrique Centrale
- États-Unis
- Maroc
- Russie



CF. CHAPITRE SUIVANT

Si l'OPA réussit et est autorisée par la Commission européenne, Vivendi prendra indirectement le contrôle des radios appartenant à Lagardère : il faut donc que Lagardère obtienne un agrément préalable de l'ARCOM



ARCOM (AUTORITÉ DE RÉGULATION DE LA COMMUNICATION AUDIOVISUELLE ET NUMÉRIQUE)

- Autorité administrative indépendante française ;
- Résulte de la fusion au 1^{er} janvier 2022 du CSA (Conseil Supérieur de l'Audiovisuel) et de HADOPI (Haute Autorité pour la diffusion des œuvres et la protection des droits sur Internet).



POURQUOI DEMANDER UN AGRÉMENT PRÉALABLE ?

- En cas de succès de l'OPA, la conséquence serait une prise de contrôle de Vivendi sur Lagardère si obtention de l'Autorisation de la Commission européenne ;
 - Par conséquent Vivendi aurait un contrôle indirect de Lagardère Active Broadcast, Europe 2 Entreprises et RFM Entreprises, titulaires d'autorisation pour l'exploitation des services de radio Europe 1, Virgin Radio et RFM ainsi que leurs filiales Virgin Radio Régions, Europe 2 Ajaccio, RFM Régions, RFM Est, RFM Ajaccio.
- Ces sociétés étant titulaires d'une autorisation d'utilisation de fréquences, il est donc nécessaire, au niveau de Lagardère, d'obtenir un agrément de l'ARCOM quant à la modification du contrôle indirect des sociétés.
- C'est pourquoi une demande d'agrément préalable a été demandée.



PAS DE CONDITION SUSPENSIVE À LA RÉALISATION OU L'OUVERTURE DE L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT



LOI DITE LÉOTARD

Alinéa 5 de l'article 42-3 de la loi n° 86-1067 du 30 septembre 1986 relative à la liberté de communication.

Une opération qui nécessitera l'Autorisation de la Commission européenne, qui pourrait demander la mise en œuvre de « remèdes ». Ces derniers pourraient entraîner la cession d'actifs au sein de Lagardère ou de Vivendi

Rôle des autorités de la concurrence et règles de la concurrence

RÔLE DES AUTORITÉS DE LA CONCURRENCE : FAIRE RESPECTER LES RÈGLES DU JEU DE LA CONCURRENCE

- L'idée-force derrière la mise en place des autorités de la concurrence est que la concurrence est un moteur pour l'économie et qu'elle présente de nombreux avantages pour les consommateurs. Dans une économie de marché, la concurrence favorise des prix compétitifs, une offre riche et variée, l'émergence de services innovants. Elle dope la compétitivité des entreprises qui doivent se montrer toujours plus inventives, ce qui stimule la croissance et l'emploi.
- Pour que le système fonctionne bien, il faut un « arbitre » fort et indépendant qui régule les rapports de force entre les acteurs économiques, donne une chance aux nouveaux entrants et empêche les ententes et les monopoles.
- **Les autorités de la concurrence sont donc des arbitres**, à l'échelon national (Autorité de La Concurrence en France), européen (Commission européenne) et international (coopération avec le Réseau International de Concurrence, l'OCDE ou d'autres organisations multilatérales).

PRINCIPALES RÈGLES DE LA CONCURRENCE

- Les pays de l'Union européenne appliquent des règles strictes pour protéger la libre concurrence et certaines pratiques sont donc interdites par le droit économique.
- **Les ententes entre acteurs sont interdites** parce qu'elles restreignent la concurrence. Elles peuvent prendre de nombreuses formes et les pratiques les plus courantes consistent à fixer les prix, répartir les marchés, répartir les clients ou limiter la production. Certains arrangements ne sont pas interdits s'ils bénéficient aux consommateurs et à l'économie dans son ensemble (ex. : accords R&D).
- **Les abus de position dominante sont interdits.** Les entreprises ayant des parts de marché élevées ne doivent pas pratiquer des prix excessifs (car cela constituerait une forme d'exploitation de la clientèle), ne doivent pas pratiquer des prix exagérément bas (car cela peut évincer des concurrents du marché), ne doivent pas établir une discrimination entre les clients et ne doivent pas imposer certaines conditions commerciales à ses partenaires.
- **D'autres pratiques sont interdites par le droit civil**, comme la concurrence déloyale (imitation, etc.).

Missions des autorités de la concurrence en France et autorités compétentes concernant les opérations de concentration

MISSIONS DE L'AUTORITÉ DE LA CONCURRENCE FRANCE

- **Lutter contre les ententes et les abus de position dominante :** l'Autorité de la concurrence intervient quand l'équilibre de la concurrence est faussé et réprime les pratiques anticoncurrentielles (ententes, abus de position dominante).
- **Contrôler les opérations de « concentration » :** l'Autorité de la concurrence contrôle, préalablement à leur réalisation, les opérations de concentration dépassant une certaine taille. Après examen, elle peut délivrer une autorisation (avec ou sans conditions) ou bien opposer un veto.
- **Formuler des avis et émettre des recommandations** (activité dite « consultative ») : l'Autorité de la concurrence a la faculté de donner son avis sur toute question de concurrence utile au débat public.
- **Régulation des professions réglementées du droit** (les notaires, huissiers de justice, etc.) : l'Autorité de la concurrence est chargée de rendre des avis en matière d'installation de nouveaux professionnels sur le territoire ainsi qu'en matière tarifaire.

Lorsqu'une opération de concentration concerne plusieurs états membres de l'UE et que les chiffres d'affaires des entreprises concernées dépassent certains seuils (chiffre d'affaires mondial supérieur à 5 Mrd € pour l'ensemble et chiffre d'affaires dans l'UE supérieur à 250 M€ pour chacune des sociétés), **la Commission européenne est compétente.**

Elle peut cependant décider d'en renvoyer l'examen à l'Autorité de la concurrence locale si elle l'estime mieux placée pour l'examiner.

CONCLUSION SEXTANT

L'OPA de Vivendi sur Lagardère entraîne mécaniquement une opération de concentration qui nécessite l'aval de la Commission européenne, car elle créerait un groupe combiné représentant plus de 5 Mrd € de chiffre d'affaires au niveau mondial (sur la base des données 2020) et les 2 groupes réalisent chacun plus de 250 M€ de chiffre d'affaires au sein de l'UE.

Méthodologie concernant l'analyse des projets de concentration par les autorités de la concurrence (1/2)

UNE ANALYSE APPROFONDIE PAR SEGMENT DE MARCHÉ ET PAR PAYS

- L'Autorité examine si l'opération est de nature à porter atteinte à la concurrence, notamment par « création ou renforcement d'une position dominante ou par création ou renforcement d'une puissance d'achat qui place les fournisseurs en situation de dépendance économique ».
- Pour mener son examen sur le fond, l'Autorité suit une démarche systématique qui commence par la délimitation des marchés pertinents. L'Autorité effectue une analyse prospective de l'impact de l'opération sur la concurrence sur les différents marchés définis (part de marché de la nouvelle entité, effets sur la dynamique concurrentielle du secteur, sur les fournisseurs, sur les clients, impact sur les prix et la qualité...) **au global et par pays**.
- Puis elle approfondit son analyse en caractérisant ses effets non coordonnés, qu'ils soient horizontaux, verticaux ou congloméraux.
- Elle tient compte des gains d'efficacité économique prouvés qu'apporte l'opération aux consommateurs.

LES POTENTIELS EFFETS D'UNE OPÉRATION DE CONCENTRATION SUR LA STRUCTURE DU MARCHÉ

- Effets « **Horizontaux** » : lorsque les parties à l'opération sont des concurrents actuels ou potentiels sur un ou plusieurs marchés pertinents.
- Effets « **Verticaux** » : lorsque les parties sont actives sur des marchés situés à des stades différents de la chaîne de valeur.
- Effets « **Congloméraux** » : lorsque la nouvelle entité étend ou renforce sa présence sur des marchés différents, mais dont la connexité peut lui permettre d'accroître son pouvoir de marché. Ces fusions pourraient permettre la mise en œuvre de stratégies de ventes groupées ou liées susceptibles d'entraîner un verrouillage du marché, de favoriser la discrimination par les prix ou d'atténuer la concurrence entre entreprises.

Méthodologie concernant l'analyse des projets de concentration par les autorités de la concurrence (2/2)

UNE ANALYSE EN PLUSIEURS PHASES

- **Phase 1** : si l'opération ne pose pas de grosses difficultés de concurrence, l'Autorité peut autoriser l'opération avec ou sans conditions au terme d'un examen rapide.
- **Phase 2** : si, au terme de ce premier examen, des doutes subsistent quant au risque d'atteinte à la concurrence, l'Autorité ouvre une procédure d'examen approfondi.
- Lorsque l'opération présente des difficultés particulières, l'Autorité recherche avec les entreprises les solutions les plus adaptées pour répondre aux problèmes de concurrence et permettre la réalisation de l'opération.
- Les engagements peuvent être :
 - **Structurels**, c'est-à-dire portant sur la structure du marché comme, par exemple, des cessions d'actifs (enseignes, marques, sociétés, usines).
 - **Comportementaux**, c'est-à-dire visant les agissements de la nouvelle entité comme, par exemple, sa politique commerciale.

⚠ En cas de désaccord avec les entreprises, l'Autorité peut imposer des « **remèdes** », en prononçant des injonctions.

LES DÉCISIONS POSSIBLES



- L'analyse des données de la Commission européenne fait ressortir les statistiques suivantes :
 - Seules 30 demandes ont été interdites depuis 1990 soit 0,5 % des notifications instruites.
 - Environ 95 % des demandes ont été acceptées dès la phase 1.
- Ces statistiques sont globalement en ligne avec celles communiquées par l'Autorité de La Concurrence en France.

Document de notification d'un projet d'opération de concentration auprès des autorités de la concurrence de l'Union européenne : un document très normé

N°	NOM DE LA SECTION	
1	Description de la concentration envisagée	} Sections présentant les 2 parties concernées par l'opération ainsi que leurs activités, la nature exacte de l'opération envisagée, ses raisons stratégiques et économiques ainsi que les incidences de l'opération en termes de chiffres d'affaires et de marchés affectés. Les déclarants doivent notamment rédiger une synthèse qui est rendue publique.
2	Informations générales concernant les parties	
3	Renseignements concernant la concentration, la propriété et le contrôle	
4	Chiffre d'affaires	} Cœur des informations nécessaires aux autorités de la concurrence pour se forger un avis sur l'impact de la concentration sur la structure des marchés affectés (en termes de parts de marché, de structure de l'offre, de structure de la demande, d'intensité de la concurrence, etc.) et sur la capacité de la nouvelle entité à favoriser la concurrence au profit des consommateurs.
5	Liste des documents à joindre à la notification	
6	Définitions des marchés	
7	Informations concernant les marchés affectés	
8	Structure de l'offre et de la demande sur les marchés affectés	
9	Gains d'efficacité	} Déclaration sur l'honneur que les informations notifiées sont sincères, exactes et complètes.
10	Dimension coopérative d'une entreprise commune	
11	Déclaration	

Les trois premières sections ne présenteront que des informations publiques si ce n'est la désignation des personnes responsables du processus de notification

SECTION 1 : DESCRIPTION DE LA CONCENTRATION
INFORMATIONS DEVANT ÊTRE NOTIFIÉES
<ul style="list-style-type: none"> • Veuillez fournir un résumé de l'opération de concentration, précisant les parties à l'opération, la nature de celle-ci (par exemple, fusion, acquisition, entreprise commune), les domaines d'activité des parties à la concentration, les marchés sur lesquels la concentration aura une incidence ainsi que les raisons stratégiques et économiques à l'origine de l'opération. • Veuillez fournir une synthèse (500 mots au maximum) des informations fournies au point 1.1. Cette synthèse sera publiée sur le site web de la DG Concurrence dès sa notification. Elle doit être rédigée de façon à ne pas contenir d'informations confidentielles ou de secrets d'affaires.
SECTION 2 : INFORMATIONS GÉNÉRALES CONCERNANT LES PARTIES
INFORMATIONS DEVANT ÊTRE NOTIFIÉES
<ul style="list-style-type: none"> • Noms et coordonnées des personnes représentant chaque partie. • Nom et nature des activités des parties notifiantes.
SECTION 3 : RENSEIGNEMENTS CONCERNANT LA CONCENTRATION, LA PROPRIÉTÉ ET LE CONTRÔLE
INFORMATIONS DEVANT ÊTRE NOTIFIÉES
<p>Notamment :</p> <ul style="list-style-type: none"> • Structure de propriété et de contrôle des 2 parties. • Nature de l'opération. • Structure de propriété et de contrôle après la réalisation de l'opération. • Raisons économiques du projet. • Valeur de l'opération.

Les sections 4 et 5 présenteront les documents communiqués aux autorités de la concurrence

SECTION 4 : CHIFFRE D'AFFAIRES

INFORMATIONS DEVANT ÊTRE NOTIFIÉES

- Le chiffre d'affaires réalisé au niveau mondial.
- Le chiffre d'affaires réalisé dans l'Union.
- Le chiffre d'affaires réalisé dans l'EEE (Union et AELE).
- Le chiffre d'affaires réalisé dans chaque État membre.
- Le chiffre d'affaires réalisé dans l'AELE.

SECTION 5 : LISTE DES DOCUMENTS JOINTS À LA NOTIFICATION

INFORMATIONS DEVANT ÊTRE NOTIFIÉES

Notamment :

- Copie de l'offre publique d'achat, rapports et comptes annuels les plus récents, comptes rendus des réunions du conseil d'administration de l'organe de surveillance et de l'assemblée générale des actionnaires durant lesquelles l'opération a été discutée, ou extraits de ces comptes rendus se rapportant à cette discussion.
- Analyses, rapports, études, enquêtes, présentations et tout document comparable afin d'évaluer ou d'analyser la concentration du point de vue de son motif, des parts de marché, des conditions de concurrence, des concurrents (réels et potentiels), du potentiel d'accroissement des ventes ou d'expansion sur d'autres marchés de produits ou marchés géographiques et/ou de la situation générale du marché.
- Analyses, rapports, études, enquêtes et tout document comparable des deux dernières années afin d'évaluer tout marché affecté du point de vue des parts de marché, des conditions de concurrence, des concurrents (effectifs et potentiels) et/ou du potentiel de croissance des ventes ou de l'expansion vers d'autres marchés de produits ou marchés géographiques.

La section 6 présentera les définitions de marché retenues par Vivendi pour évaluer l'impact de la concentration sur la structure de la concurrence

SECTION 6 : DÉFINITIONS DES MARCHÉS

INFORMATIONS DEVANT ÊTRE NOTIFIÉES

Les parties notifiantes doivent fournir les informations suivantes afin de déterminer le cadre dans lequel le pouvoir de marché de la nouvelle entité qui résultera de l'opération de concentration doit être apprécié :

- **Un « marché de produits en cause »** comprend tous les produits et/ou services que le consommateur considère comme interchangeables ou substituables en raison de leurs caractéristiques, de leur prix et de l'usage auquel ils sont destinés.
- **Le « marché géographique en cause »** comprend le territoire sur lequel les entreprises concernées offrent et demandent les biens et les services en cause, sur lequel les conditions de concurrence sont suffisamment homogènes et qui peut être distingué de zones géographiques voisines parce que, en particulier, les conditions de concurrence y diffèrent de manière appréciable.
- **Par « marchés affectés »**, on entend tous les marchés de produits et marchés géographiques en cause [...] sur la base desquels, dans le territoire de l'EEE (Espace Économique Européen) :
 - Lorsque la concentration est de nature à créer une part de marché cumulée de 20 % ou plus sur le même marché en cause. Il s'agit alors de relations horizontales.
 - Lorsqu'une ou plusieurs parties à la concentration exercent des activités sur un marché en cause situé en amont ou en aval par rapport à un marché en cause sur lequel une autre partie exerce son activité, lorsque la part de marché de l'une ou de l'ensemble de ces parties est de 30 % ou plus, qu'il y ait ou non une relation de fournisseur à client entre les parties à la concentration. Il s'agit alors de relations verticales.

Les sections 7 et 8 présenteront les impacts à l'échelle européenne, mais aussi à l'échelle nationale pour les marchés nationaux potentiellement affectés (notamment en France)

SECTION 7 : INFORMATIONS CONCERNANT LES MARCHÉS AFFECTÉS

INFORMATIONS DEVANT ÊTRE NOTIFIÉES

Pour chaque marché affecté horizontalement, pour chaque marché affecté verticalement et pour chacun des autres marchés sur lesquels l'opération notifiée pourrait avoir un impact significatif, veuillez indiquer, pour chacune des trois dernières années :

- Pour chacune des parties à la concentration, la nature des activités de l'entreprise, les principales filiales et/ou marques ainsi que les noms des produits et/ou marques déposées utilisés sur chacun des marchés ;
- Une estimation de la taille totale du marché en termes de ventes réalisées, en valeur (en euros) et en volume (en unités) ;
- Les ventes réalisées en valeur et en volume ainsi qu'une estimation des parts de marché détenues par chacune des parties à la concentration ;
- Une estimation de la part de marché, en valeur (et, le cas échéant, en volume), de tous les concurrents (y compris les importateurs) qui détiennent au moins 5 % du marché considéré ;
- Une estimation de la capacité totale au niveau de l'Union et au niveau de l'EEE. Pendant les trois dernières années, comment s'est répartie cette capacité entre les différentes parties à la concentration et quel en a été leur taux d'utilisation respectif ? Le cas échéant, veuillez indiquer l'emplacement et la capacité des installations de production de chacune des parties à la concentration sur les marchés affectés.

SECTION 8 : STRUCTURE DE L'OFFRE ET DE LA DEMANDE SUR LES MARCHÉS AFFECTÉS

INFORMATIONS DEVANT ÊTRE NOTIFIÉES

Veuillez décrire brièvement :

- La structure de l'offre des 2 parties sur chacun des marchés affectés (dont systèmes de production et de distribution, degré d'intégration verticale et structure des réseaux de service après-vente) ;
- La structure de la demande sur chacun des marchés affectés (dont maturité du produit/service, préférences clients, importance des coûts de changement de prestataire, degré de concentration du marché) ;
- La différenciation des produits et l'intensité de la concurrence sur chacun des marchés ;
- Les entrées et sorties d'acteurs sur chacun des marchés (dont les dernières entrées et sorties récentes sur le marché, les principaux facteurs qui influencent l'entrée sur chacun des marchés affectés, tant sous l'angle géographique que sur le plan des produits) ;
- L'importance de la recherche et du développement dans la capacité de l'entreprise à soutenir la concurrence à long terme.

La section 9 ne devrait présenter que les objectifs de synergies présentés publiquement par Vivendi lors de l'annonce de l'OPA. Les sections 10 et 11 ne devraient appeler aucun commentaire particulier

SECTION 9 : GAINS D'EFFICACITÉ

INFORMATIONS DEVANT ÊTRE NOTIFIÉES

- Description de chaque gain d'efficacité (y compris les économies de coûts, les introductions de nouveaux produits et les améliorations apportées aux produits ou services) qui, selon les parties, devrait résulter du projet de concentration pour chaque produit en cause et fournir les documents annexes correspondants.

SECTION 10 : DIMENSION COOPÉRATIVE D'UNE ENTREPRISE COMMUNE

INFORMATIONS DEVANT ÊTRE NOTIFIÉES

- Voir si applicable dans le cadre de Vivendi/Lagardère.

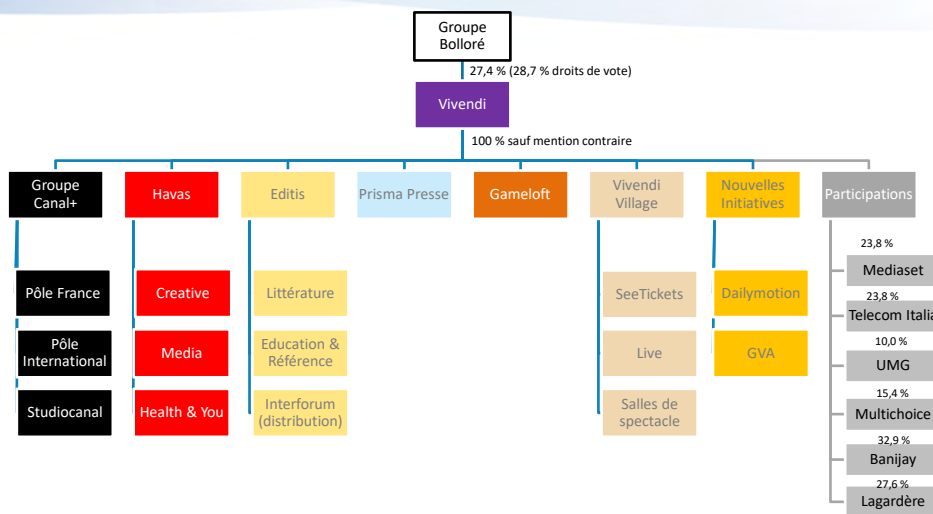
SECTION 11 : DÉCLARATION

INFORMATIONS DEVANT ÊTRE NOTIFIÉES

- La notification doit se conclure par la déclaration suivante, qui doit être signée par ou au nom de toutes les parties notifiantes :
« La ou les parties notifiantes déclarent que les informations fournies dans la présente notification sont, à leur connaissance, sincères, exactes et complètes, qu'elles ont transmis des copies conformes et complètes des documents qui sont demandés dans le formulaire CO, que toutes les estimations sont présentées comme telles et constituent leurs estimations les plus précises des faits en cause, et que tous les avis exprimés sont sincères.
Elles connaissent les dispositions de l'article 14, paragraphe 1, point a), du règlement CE sur les concentrations. »

Présentation de Vivendi

Organigramme simplifié de Vivendi à fin septembre 2021



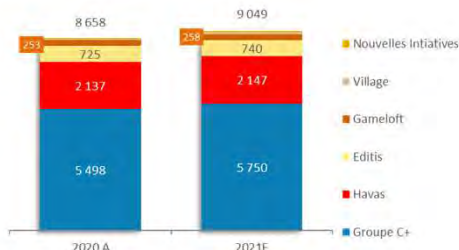
* Participation dans Lagardère de 45 % post-achat du bloc d'Amber Capital et avant déclenchement de l'OPA

Un groupe dont le profil a radicalement changé avec la sortie du périmètre d'UMG, et qui repose essentiellement sur les pôles Groupe Canal+ et Havas

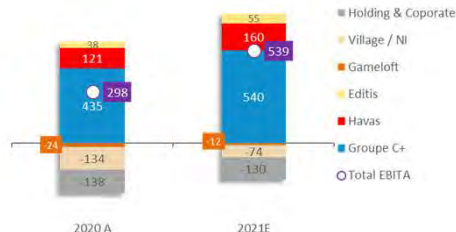


Le consensus vise plutôt un CA de 9,4 Mrd € sur 2021, avec l'intégration de Prisma (1^{er} juin 2021) et une croissance d'Editis plus forte qu'attendu. Prisma a réalisé un CA de 219 M€ sur 9M 21 en pro forma. L'EBITA est dans le même temps vu à 700 M€.

► Vivendi – Chiffre d'affaires hors UMG, M€



► Vivendi – Résultat d'exploitation ajusté (EBITA) hors UMG, M€



Source : Vivendi, estimation Barclays sur 2021

UN GROUPE PROFONDÉMENT TRANSFORMÉ PAR LA CESSION D'UMG

- Un groupe amputé de près de la moitié de son chiffre d'affaires avec la sortie d'UMG de son périmètre. UMG était le principal pourvoyeur de marges et de cash flow de groupe, et son principal vecteur de croissance.
- Un groupe désormais essentiellement centré sur Groupe C+ et Havas, ces deux pôles représentant 84 % des revenus sur 9M 2021 (cf. page suivante).

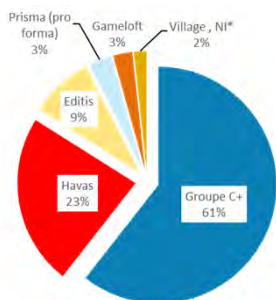


DES DIVERSIFICATIONS QUI PÈSENT SUR LES RÉSULTATS

Dans le contexte Covid, les activités du Village ont particulièrement souffert, ce a fortiori avec des développements en Afrique générant de fortes pertes ; Gameloft et Dailymotion (Pôle Nouvelles Initiatives) génèrent également des résultats négatifs.

Un Groupe très dépendant de C+ et de Havas, au profil très majoritairement international

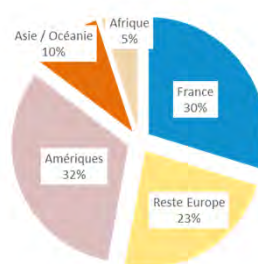
► Vivendi – Répartition du chiffre d'affaires par métiers sur 9M 2021 (pro forma Prisma*)



Source : Vivendi

* Pro forma Prisma : 9M de revenus de Prisma Media, même si cette entité a été intégrée le 1^{er} juin 2021 dans les comptes de Vivendi. NI : Nouvelles Initiatives (essentiellement Dailymotion + GVA)






► Vivendi – Répartition du chiffre d'affaires par zones géographiques sur 6M 2021 (1 mois de consolidation de Prisma*)



UN GROUPE DÉPENDANT DE C+ ET DE HAVAS, AU PROFIL TRÈS INTERNATIONAL

- Editis représente à lui seul environ 9 % des revenus consolidés de Vivendi et un peu plus de 10 % de son EBITA.
- Des activités américaines et asiatiques qui sont essentiellement réalisées sous l'égide de Havas. L'Afrique, axe fort de développement du Groupe C+, ne représente qu'une part toujours relativement marginale des revenus de Vivendi.

Présentation des métiers de Vivendi

	Profil	Développements	Lagardère
Groupe C+	24 M d'abonnés à mi-2021, dont 60% à l'international. 3 pôles d'activité : TV hexagonale (54% du CA) incluant la Free TV en quête d'un business model pérenne, TV Internationale (38%) et Studio Canal (8%)	Relative stabilisation du parc PayTV en France, poursuite de la croissance à l'international avec des acquisitions relativement récentes en Europe (M7) et le dynamisme de l'Afrique. Studio Canal très impacté par crise Covid	Possibilité de rapprochement entre le pôle média de Lagardère et le Groupe C+. Impact sur la ligne éditoriale ? 
Havas	6 ^{ème} agence mondiale, avec 3 pôles : Création, Santé, Media. Europe (49% du CA), Amérique du Nord (38%), RoW (13%)	Secteur très impacté par crise Covid. Forte reprise de l'activité sur 2021. Plus faible croissance organique que les pairs, moindres investissements que ces derniers en croissance externe, forte concurrence des pure players du digital. Maintien d'un bon niveau de marges et de cash flows	Position importante de Havas Media dans le media planning en France, mais absence de réelles synergies entre Havas et C+ devraient rassurer autorités de la concurrence
Editis	2 ^{ème} acteur du marché français de l'édition et de la distribution. Uniquement présent sur le marché français	Elément central dans la problématique de concurrence dans l'OPA de Vivendi sur Lagardère. Hachette et Editis ont des positions dominantes sur nombre de segments de marché dans l'Hexagone. Des remèdes seront vraisemblablement imposés.	
Prisma	Présence uniquement France. 219 M€ de CA sur 9M'21 (60% en diffusion, 35% sur la publicité)	Intégré à Vivendi à compter du 1 ^{er} juin 2021. Acteur particulièrement profitable. Activité toutefois marginale dans le mixe de Vivendi	Possibilité de rattachement des équipes du JDD et Paris Match aux équipes Prisma ? 
Gameloft	Acteur de l'édition de jeux sur mobile. Intégré en 2016 par Vivendi. 253 M€ de CA en 2020	Retour au bénéficiaire en 2021 après des années difficiles post-rachat	Dossier totalement adjacent a priori
Vivendi Village	Pôle de diversification de Vivendi dans la billetterie et le live. Avec un axe de développement en Afrique	Activité quasi-réduite à néant en 2020 par crise Covid, malgré des développements prometteurs jusque-là, hors Afrique.	Synergie entre les salles de spectacles de Lagardère et celles gérées par le Village. Complémentarité ? Synergie de coûts ? 
Nouvelles Initiatives	Couvre les activités de Dailymotion (essentiel du CA) et de GVA (développement de réseaux FTTH en Afrique). 65 M€ de CA en 2020	Très fortes pertes depuis le rachat de Dailymotion par Viv et forte consommation de cash flow	Activité marginale
Corporate	Regroupe les activités régaliennes du siège de Vivendi (finances, trésor, juridique, fiscalité, etc.)	Un centre de compétences qui supporte de relativement fortes charges, avec un poids relatif dans le CA de Viv qui a doublé avec la sortie d'UMG	Importants doublons avec l'équipe du siège de Lagardère 

37

Des investissements compliqués pour Vivendi en Italie. Un reliquat de participation dans UMG qui permet d'envisager l'acquisition de Lagardère avec une certaine sérénité (cf. page suivante)

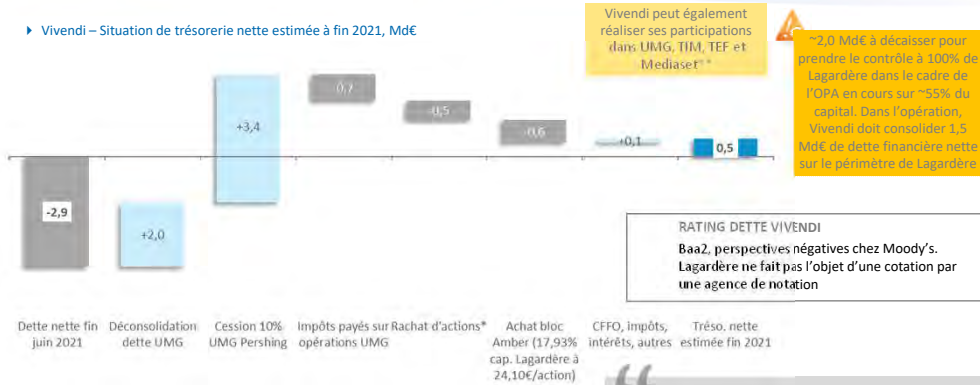
5,9 MRD € DE PARTICIPATIONS « LIQUIDES » AVEC TEF, TIM ET MEDIASET

► Vivendi – Principales participations détenues à fin 2021, hors Lagardère

Sociétés	% détention	Valorisation	Commentaires
Telecom Italia	23,75 % (actions ordinaires et droits de vote)	~1,4 Mrd €	Montée au capital à partir de juin 2015. Actif déprécié et sur lequel pèse encore une forte moins-value pour Viv. Offre de KKR sur TIM très en deçà du prix payé par Viv.
Banjay	32,9 %	~240 M€	Leader européen de la production de programmes de flux. Rachat d'Endemol Shine en 2020.
MultiChoice	> 15 %	~350 M€	Leader sud-africain de la Pay-TV en Afrique subsaharienne anglophone et lusophone. Vivendi 2 ^e actionnaire. Franchissement seuil des 15 % en sept. 2021.
Prisa	9,9 %	~50 M€	Leader des médias et de l'éducation du monde hispanophone (El Pais, Santillana, Cadena SER, Radio Caracol, AS, ...). Viv a sollicité l'autorisation de monter à 29,9 % du capital.
Mediaset	23,8 %	715 M€	Montée au capital non sollicitée ayant entraîné de forts contentieux. Un accord de sortie progressive et ordonnée du capital a été signé en mai 2021 entre Viv et Mediaset.
Telefonica	~1 %	~220 M€	Participation héritée de la cession de GVT (opérateur télécom brésilien revendu par Viv à TEF).
UMG	10,03 %	~3,6 Mrd €	Cession de 60 % du capital aux actionnaires de Viv via cotation en sept. 2021. 20 % cédés précédemment à Tencent et 10 % à Pershing.

La cession de la participation résiduelle de 10% de Vivendi dans UMG, qui représente une valeur de marché de l'ordre de 3,6 Md€, permettrait de financer intégralement la prise de contrôle à 100% de Lagardère

► Vivendi – Situation de trésorerie nette estimée à fin 2021, Md€



Vivendi peut également réaliser ses participations dans UMG, TIM, TEF et Mediaset**

~2,0 Md€ à décaisser pour prendre le contrôle à 100% de Lagardère dans le cadre de l'OPA en cours sur ~55% du capital. Dans l'opération, Vivendi doit consolider 1,5 Md€ de dette financière nette sur le périmètre de Lagardère

RATING DETTE VIVENDI

Baa2, perspectives négatives chez Moody's.
Lagardère ne fait pas l'objet d'une cotation par une agence de notation

Dette nette fin juin 2021 Déconsolidation dette UMG Cession 10% UMG Pershing Impôts payés sur opérations UMG Rachat d'actions* Achat bloc Amber (17,93% cap. Lagardère à 24,10€/action) CFFO, impôts, intérêts, autres Trésor. nette estimée fin 2021

Source : Vivendi et estimations Sextant
*464 M€ de rachat d'actions entre le 2 août et le 15 oct. 2021, dernière communication de Vivendi sur ce thème

** Modulo les termes de l'accord signé avec Mediaset en mai 2021

VIVENDI DIT :

« Après les opérations relatives à UMG, Vivendi disposera d'une marge de manœuvre financière de l'ordre de 10 Mds€, composés de trésorerie, titres de participations liquides et de capacités de financement »

Source : Vivendi, présentation des résultats S1 2021. Participations liquides (5,9 Md€), trésorerie à fin juin 2021 (1,8 Md€) et lignes de crédit disponibles (2,7 Md€)

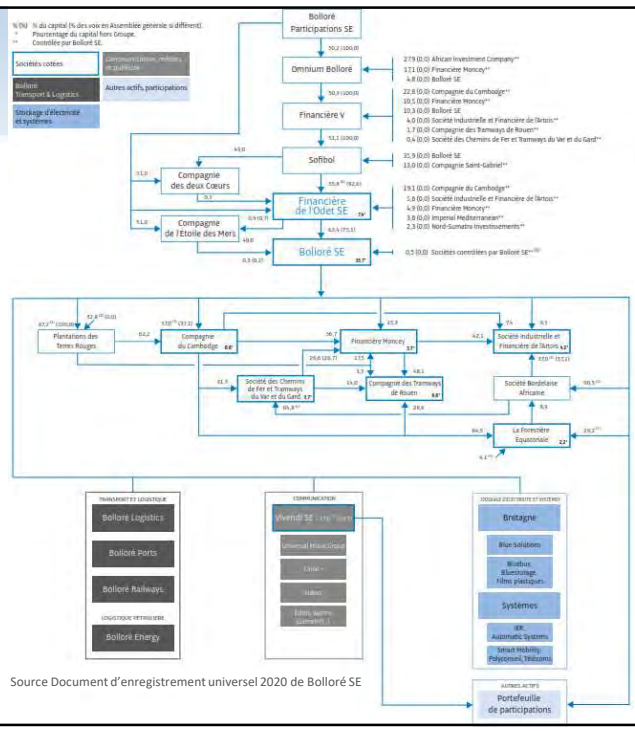
Présentation du Groupe
Bolloré

Actionnariat détaillé des sociétés cotées du Groupe Bolloré à fin 2020

STRUCTURE DE CONTRÔLE COMPLEXE

Une structure de contrôle relativement complexe. La participation de Bolloré dans Vivendi est détenue via Compagnie de Cornouaille et Financière de Larmor, filiales à 100 % de Bolloré SE.

Comme Lagardère avant sa transformation, Sofibol est une société en commandite par actions dont le capital et le contrôle sont répartis entre les membres de la famille Bolloré.



Hors Vivendi, le groupe Bolloré est essentiellement présent sur les activités transport et logistique, dont le pôle africain est en cours de cession. Le pôle industriel est de taille beaucoup plus modeste et génère des pertes en exploitation

PROFIL DU GROUPE BOLLORÉ

- Hors Vivendi, qui représente l'intégralité du pôle Communication de Bolloré SE, le groupe Bolloré repose sur deux pôles. Le groupe détient d'autre part des participations valorisées à 0,6 Md€ à fin 2020, dont des parts dans Mediobanca et Socfin. Avec la cession de 60 % du capital d'UMG aux actionnaires de Vivendi en sept. 2021, Bolloré SE dispose également d'une participation de 18,01 % dans UMG d'une valeur de 6,5 Md€ au 2 mars 2022 ;
- **Transport et logistique** : présenté comme faisant partie « des grands groupes de transport » mondiaux, Bolloré Transport & Logistics emploie plus de 34 000 personnes dans le monde, avec une présence en Europe, en Asie, en Amérique et en Afrique. Les activités vont de la gestion des ports, à la commission de transport et aux chemins de fer. Ces activités ont représenté un chiffre d'affaires de 5,8 Md€ en 2020 (dont environ 36 % réalisés par Bolloré Africa Logistics) et un EBITA de 551 M€. Bolloré est d'autre part un acteur important de la logistique pétrolière en France et en Europe, activité qui a représenté 1,9 Md€ de chiffre d'affaires en 2020 ;
- **Stockage d'électricité et systèmes** : un pôle Bretagne qui regroupe les activités industrielles du groupe (Blue Solutions, Bluebus, Bluestorage et films plastiques). Le pôle Systèmes est actif sur les processus « d'optimisation des flux de personnes de matériels et de données ». L'ensemble de ces activités ont représenté des revenus de 280 M€ sur 2020, pour une perte en EBITA de 102 M€

CESSION EN COURS DE BOLLORÉ AFRICA LOGISTICS

Le 20 déc. 2020, Bolloré annonçait qu'il avait reçu une offre de MSC pour l'achat de Bolloré Africa Logistics regroupant l'ensemble des activités de transport et logistique du Groupe Bolloré en Afrique, sur la base d'une valeur d'entreprise, nette des intérêts minoritaires, de 5,7 Md€

CONSOLIDATION DE VIVENDI DANS LES COMPTES DE BOLLORÉ SE

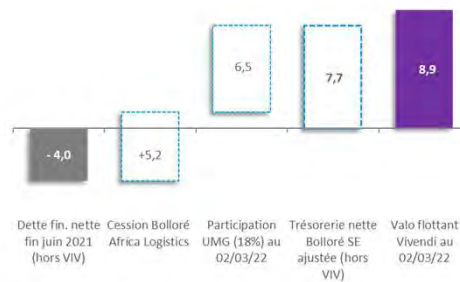
Même s'il ne détient qu'un peu moins de 29 % des droits de vote de Vivendi SE, Bolloré SE consolide globalement les résultats de Vivendi dans ses comptes. Un processus qui découle de la position de contrôle de Bolloré sur le groupe Vivendi.

Le projet de cession de Bolloré Africa Logistics, et la valorisation de la participation de 18 % dans UMG représentent 11,7 Md€. La cession de ces participations permettrait à Bolloré SE d'envisager le rachat de 100 % de Vivendi sans recours excessif à la dette

DES MARGES DE MANŒUVRE FINANCIÈRE TRÈS CONFORTABLES POUR BOLLORÉ SE

- À fin juin 2021, l'endettement financier net consolidé de Bolloré SE était de 6 851 M€, dont 3 973 M€ au niveau de Bolloré. La cession de Bolloré Africa Logistics devrait propulser ce dernier périmètre en situation de trésorerie nette à hauteur d'environ 1,2 Md€ ;
- Compte tenu de la participation de 18 % détenue dans UMG (cf. page précédente), Bolloré dispose d'un trésor de guerre qui lui permettrait d'envisager le rachat de l'intégralité du flottant de Vivendi en ne levant qu'un peu plus d'un milliard d'euros de dette et si telle était son intention.

► Bolloré SE hors Vivendi – Dette financière nette retraitée de Bolloré Africa Logistics et de la participation dans UMG, Md€

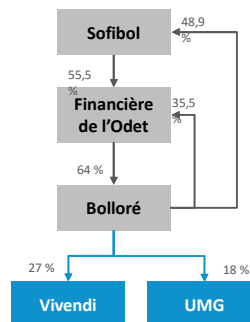


Un scénario de simplification de la structure de Groupe Bolloré qui, s'il devait se réaliser, serait antithétique avec le scénario de préservation de l'intégrité de Lagardère

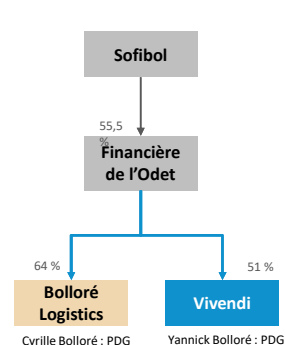
UN SCÉNARIO, SELON NOUS PLAUSIBLE, DE SIMPLIFICATION DE LA STRUCTURE DE GROUPE BOLLORÉ

- Un bureau de recherche qui suit le titre Bolloré envisageait, il y a quelques mois, un scénario d'évolution de la structure juridique, économique et financière du groupe Bolloré. La mise en œuvre de ce scénario permettrait une simplification de la structure de contrôle de Bolloré, sans frottement fiscal, avec un partage des activités logistiques des activités Media ;
- En l'espèce, ce scénario reposait sur le lancement par Bolloré d'une OPA sur Vivendi, financée via cession (ou nantissement) de la ligne de 18 % dans UMG, puis de la cession par Vivendi des participations cotées (TEF, TIM, Mediaset). Enfin, les titres Vivendi seraient distribués aux actionnaires de Bolloré, la Compagnie de l'Odet devenant l'actionnaire de référence de Vivendi ;
- Cette note de recherche avait été publiée avant l'annonce du rachat par Vivendi du bloc d'actions Lagardère détenu par Amber Capital et le déclenchement de l'OPA sur Lagardère ;
- Bien que ce scénario reste une hypothèse, le maintien de la cotation de Lagardère serait contraire à l'objectif de simplification de la structure du groupe Bolloré qui le motive.

► Bolloré – Structure actuelle



► Bolloré – Structure envisageable



Source : analyste A

Résultats Lagardère en 2021

45

Après une année 2020 déficitaire en raison notamment de la crise sanitaire, 2021 marque pour Lagardère un retour aux bénéfices malgré un contexte économique toujours difficile

► Groupe Lagardère : chiffre d'affaires, M€



DES RÉSULTATS 2021 EN NETTE AMÉLIORATION. DANS UN CONTEXTE ÉCONOMIQUE TOUJOURS INCERTAIN, LE GROUPE PEUT DE NOUVEAU S'APPUYER SUR DE SOLIDES FONDAMENTAUX

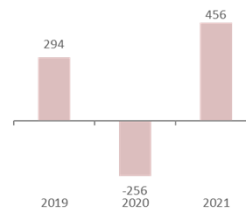
- Le chiffre d'affaires du groupe affiche une croissance de 16 % portée par une excellente année sur le Publishing et un début de reprise sur les activités Travel Retail encore entravées par le contexte sanitaire.
- Le résultat opérationnel récurrent des sociétés intégrées marque un retour aux bénéfices à 250 M€, conséquence de la croissance du chiffre d'affaires et des plans d'économies réalisés sur les divisions LTR et les autres activités.
- L'amélioration du BFR en complément de la bonne performance opérationnelle permet de dégager un cash flow de 456 M€ sur l'année.

► Groupe Lagardère : RESOP*, M€ et % de CA



* Résultat opérationnel courant des sociétés intégrées. Correspond au Résultat opérationnel courant - Contribution des sociétés mises en équivalence avant pertes de valeur

► Groupe Lagardère : Free Cash Flow*, M€

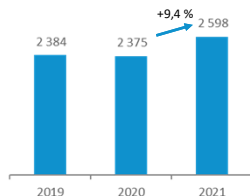


* Le free cash flow est calculé en ajoutant aux flux générés par l'activité : les impôts payés, les flux de diminution des dettes de location et d'intérêts sur dettes de location, ainsi que les flux nets de trésorerie liés aux acquisitions et cessions d'immobilisations incorporelles et corporelles.

46

Lagardère Publishing réalise une année 2021 exceptionnelle

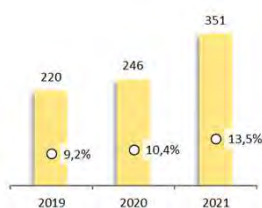
▶ Lagardère Publishing : chiffre d'affaires, M€



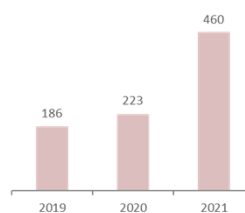
L'ACTIVITÉ COMBINE CROISSANCE DU CHIFFRE D'AFFAIRES ET TAUX DE PROFITABILITÉ RECORD

- Avec un chiffre d'affaires en hausse de plus de 9 %, traduisant à la fois une bonne dynamique de marché sur les différents segments où sont présents Lagardère et diverses acquisitions, dont Workman Publishing aux États-Unis sur le dernier trimestre de l'année.
- La profitabilité connaît également une forte hausse pour atteindre 13,5 %. Votre direction explique cette performance par des économies d'échelle, un mix d'activité plus favorable, des frais marketing réduits dans le contexte de la Covid et des réductions de coûts sur les fonctions support.
- Au total, l'activité dégage un flux de trésorerie de 460 M€ grâce à l'amélioration de sa performance économique, mais également de son BFR.

▶ Lagardère Publishing : RESOP, M€ et % de CA

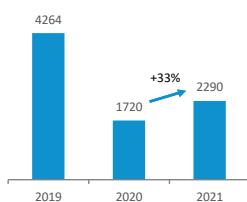


▶ Lagardère Publishing : Free Cash Flow, M€



Dans un contexte sanitaire toujours difficile, Lagardère Travel Retail réduit sensiblement sa perte opérationnelle et dégage un flux de trésorerie positif

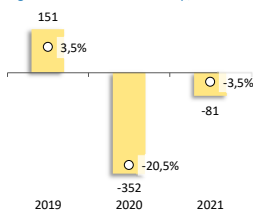
▶ Lagardère Travel Retail : chiffre d'affaires, M€



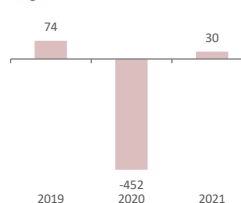
LAGARDÈRE TRAVEL RETAIL LIMITE LES PERTES ET POURSUIT SON DÉVELOPPEMENT EN VUE D'UNE REPRISE DE L'ACTIVITÉ

- Malgré une hausse de 33 %, l'année 2021 se termine avec un chiffre d'affaires près de 2 fois inférieur à 2019.
- L'activité affiche cependant des fondamentaux solides en vue d'une reprise du trafic aérien :
 - ✓ Lagardère travaille sur ses coûts, notamment au travers de la réalisation du plan LEAP (100 M€ d'économies à terme). Pour conséquence, la perte opérationnelle s'est réduite en 2021 à -81 M€.
 - ✓ Le groupe poursuit son développement sur le segment *Duty Free & Fashion* en Asie, relais de croissance pour le futur.
- Au global, l'activité génère sur l'année un flux de trésorerie positif de 30 M€.

▶ Lagardère Travel Retail : Resop, M€ et % de CA



▶ Lagardère Travel Retail : Free Cash Flow, M€



La division Autres Activités réduit également ses pertes sur l'année 2021

► Lagardère Autres Activités : chiffre d'affaires, M€



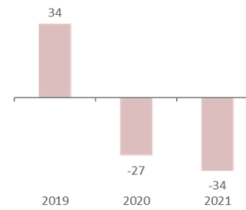
► Lagardère Autres Activités : Resop, M€ et % de CA



REPRISE D'ACTIVITÉ ET PLAN D'ÉCONOMIE PERMETTENT DE RÉDUIRE LES PERTES DE LA DIVISION

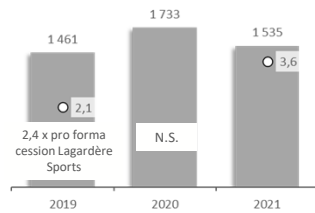
- La division Autres Activités est constituée d'un pôle média incluant les radios et journaux du groupe (licences *Elle* incluses), un pôle *Live Entertainment* composé d'activités de production et de salles de spectacle, et des fonctions corporate transverses au groupe.
- Le chiffre d'affaires de l'activité est en hausse de 7 % dans un contexte du marché de la publicité plus favorable que sur l'année 2020.
- Des plans d'économies ont été réalisés au niveau des activités radio et presse. Les charges « corporate » ont également été réduites de 26 % sur l'année.

► Lagardère Autres Activités : Free Cash Flow, M€

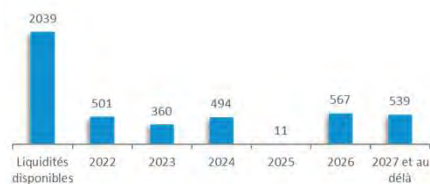


Le niveau de dette reste élevé au regard des résultats actuels, avec notamment un ratio de levier de 3,6 x. Cependant, le groupe affiche des fondamentaux en amélioration après l'énorme trou d'air de 2019, et un niveau de liquidité lui permettant de couvrir ses échéances à court et moyen terme

► Groupe Lagardère : Dette financière nette, M€ et xEBITDA récurrent



► Groupe Lagardère : Échéance de remboursement de la dette



DES FONDAMENTAUX RELATIVEMENT SOLIDES

En 2021, malgré un contexte économique toujours compliqué pour Lagardère Travel Retail, le groupe affiche des fondamentaux économiques et financiers relativement solides.

Publishing réalise une année exceptionnelle et Travel Retail réduit ses pertes, laissant entrevoir une amélioration de sa rentabilité historique en cas de reprise sur le secteur.

Le niveau de dette du groupe reste modéré au regard des liquidités dont il dispose et des perspectives d'amélioration des résultats du groupe, malgré le contexte économique.

La proposition d'un dividende à hauteur de 50 centimes par action, après 2 années d'absence de distribution, marque également la confiance du management en l'avenir dans une société disposant de marges de manœuvre financières suffisantes pour poursuivre son développement de manière autonome.

Selon votre direction, et la direction de Vivendi, l'opération en cours permettra cependant « d'accélérer le développement de Lagardère notamment au travers d'acquisitions d'envergure plus importantes ».

Analyse de la valorisation de Lagardère réalisée par les banques présentatrices de l'offre

Dans le projet de note d'information sur l'OPA, les banques présentatrices fournissent des éléments d'appréciation du prix de l'offre uniquement sur la base d'informations publiques

“ SUR LES ÉLÉMENTS D'APPRÉCIATION DU PRIX DE L'OFFRE, LES BANQUES PRÉSENTATRICES ÉCRIVENT :

« Les éléments d'appréciation du prix de l'Offre [...] ont été préparés par les Établissements Présentateurs, pour le compte de l'Initiateur [Vivendi SE]. Ces éléments ont été établis sur la base d'une analyse multicritère reposant sur des méthodes de valorisation usuelles telles que détaillées ci-après et prenant en compte les spécificités de la Société [Lagardère]. Ils ont été exclusivement préparés au moyen d'informations publiquement disponibles sur la Société, l'Initiateur n'ayant pas eu accès, au moment de la détermination du prix de l'Offre Principale et de l'Offre Subsidaire, à des informations complémentaires de la part de la Société. Les sources des informations sont indiquées dans [le projet de note d'information sur l'OPA] et n'ont pas fait l'objet d'une vérification indépendante. »

Source : Document afférent au projet de note d'information de Vivendi relative au projet d'OPA sur Lagardère publié sur le site de l'AMF le 21/02/2022.

À 25,50 euros par action, le prix de l'offre principale n'exteriorise qu'une prime de 1 % par rapport à l'objectif de cours médian des analystes qui prévalait avant l'annonce du projet de rachat du bloc détenu par Amber Capital (le 15/09/2021)

► Prix de l'offre principale de Vivendi (25,5 €/action, div. attaché) – Primes et décotes par rapport aux cours de bourse et par rapport aux objectifs de cours des analystes. Date de référence : 15/09/2021 (annonce du projet de rachat du bloc d'Amber Capital par Vivendi à 24,10 €/action)

Offre principale	25,50 €/action, droit à distribution attaché. Soit 25,00 € action en numéraire + dividende de 0,50/action détaché	L'offre subsidiaire s'établit à 24,10€/action. Droit exercable jusqu'au 15 déc. 2023
-------------------------	---	--

Au 15 sept. 2021 - Date de publication du contrat d'acquisition du bloc détenu par Amber Capital par Vivendi au prix de 24,10 € par action

	Cours de bourse (€/action)	Prime induite par le prix de l'offre principale
Cours de clôture	19,49	30,8 %
Moyenne 1 mois pondérée par les volumes	21,44	18,9 %
Moyenne 3 mois pondérée par les volumes	21,65	17,8 %
Moyenne 6 mois pondérée par les volumes	21,55	18,3 %
Moyenne 12 mois pondérée par les volumes	21,07	21,1 %
	Objectifs de cours des analystes préannonce	Prime induite
Minimum	20,00	27,5 %
Moyenne	24,01	6,2 %
Médiane	25,15	1,4 %
Maximum	27,00	-5,6 %

Source : Document afférent au projet de note d'information de Vivendi relative au projet d'OPA sur Lagardère publié sur le site de l'AMF le 21/02/2022. Données établies à partir du consensus FactSet et préparées par les Établissements présentateurs pour le compte de Vivendi

Le prix de l'offre principale extériorise une prime de 14 % par rapport à la valorisation moyenne obtenue par l'actualisation des flux de trésorerie des trois pôles de Lagardère. Sur ces mêmes bases, la prime n'est plus que de 4 % avec la méthode des comparables. Des primes sensiblement inférieures au montant de la prime de contrôle qui s'échelonne en règle générale entre 20 et 30 %

► Prix de l'offre principale de Vivendi (25,5 €/action, div. attaché) – Primes et décotes par rapport à la valorisation par les DCF des trois activités de Lagardère, par les multiples boursiers et les transactions comparables

Offre principale	25,50 €/action, droit à distribution attaché. Soit 25,00 € action en numéraire + dividende de 0,50/action détaché	L'offre subsidiaire s'établit à 24,10€/action. Droit exercable jusqu'au 15 déc. 2023
Au 15 sept. 2021	Date de publication du contrat d'acquisition du bloc détenu par Amber Capital par Vivendi au prix de 24,10 € par action	
	Valorisation obtenue par les DCF en somme des parties (€/action)	Prime induite par le prix de l'offre principale
Minimum	18,85	35,3 %
Moyenne	22,36	14,0 %
Maximum	26,22	-2,7 %
	Valorisation obtenue par les multiples boursiers en somme des parties (€/action)	Prime induite
Minimum	22,19	14,9 %
Moyenne	24,51	4,1 %
Maximum	26,90	-5,2 %
	Valorisation obtenue par les transactions comparables en somme des parties (€/action)	Prime induite
Minimum	20,73	23,0 %
Moyenne	23,02	10,8 %
Maximum	25,39	0,4 %

Le prix de l'offre principale est supérieur de 35 % au prix moyen d'entrée de Vivendi au capital de Lagardère (avant l'offre sur le bloc Amber Capital du 15/09/2021). D'autre part, la prime proposée à Financière Agache serait de l'ordre de 12 %

► Prix de l'offre principale de Vivendi (25,5 €/action, div. attaché) – Primes et décotes par rapport aux transactions sur le titre Lagardère effectuées en 2021

Offre principale	25,50 €/action, droit à distribution attaché. Soit 25,00 € action en numéraire + dividende de 0,50/action détaché	<i>L'offre subsidiaire s'établit à 24,10€/action. Droit exerçable jusqu'au 15 déc. 2023</i>
Au 15 sept. 2021	Date de publication du contrat d'acquisition du bloc détenu par Amber Capital par Vivendi au prix de 24,10 € par action	
	Transactions sur le titre effectuées en 2021 (€/action)	Prime induite par le prix de l'offre principale
Prix d'entrée Vivendi estimé sur l'année 2021 (hors transaction Amber Capital)	18,91	34,9 %
Prix induit de l'attribution d'actions Lagardère SA à Financière Agache le 13/10/2021	22,76	12,0 %
Transaction Vivendi/Amber Capital annoncée le 15/09/2021	24,10	5,8 %

Source : ibid.

QUESTIONS

- Une prime de 12 % sera-t-elle de nature à séduire le Groupe Arnault ? Quel est le prix moyen de la participation de la Qatar Investment Authority ? En d'autres termes, le fonds qatari gagnera-t-il de l'argent en apportant ses titres à l'offre primaire ?
- En d'autres termes, quel est le véritable attrait de l'offre de ces deux actionnaires qui représentent à eux deux 22,6 % du capital de Lagardère ?

POSITION DU QATAR

Comme déjà évoqué avec les membres du CGR de Lagardère, la position de la Qatar Investment Authority ne peut être entièrement décorrélée des relations – aujourd'hui conflictuelles, entretenues entre Canal+ France et BeIN Sport.

Précision méthodologique sur la méthode des DCF et éclairages des banques présentatrices sur la valorisation par la somme des parties

ACTUALISATION DES FLUX NETS DE TRÉSORERIE FUTURS ET SOURCES DES BANQUES CONSEILS DE VIVENDI

- La méthodologie d'actualisation des flux de trésorerie futurs permet d'évaluer la valeur « intrinsèque » d'un actif en actualisant les flux futurs de trésorerie disponible générés par ce même actif.
- Pour ce faire, les banques présentatrices de l'offre de Vivendi ont modélisé un plan d'affaire des activités *Travel Retail* et *Publishing* de Lagardère sur la base des projections réalisées par les analystes, en les extrapolant sur la période 2024 – 2026 ;
- Le calcul de la valeur terminale sur chacun des deux périmètres est « fondé sur une normalisation des agrégats financiers » après la projection réalisée sur 2026.

SUR LA SOMME DES PARTIES, LES BANQUES PRÉSENTATRICES ÉCRIVENT :

« La somme des parties est une méthode d'évaluation communément utilisée par les analystes couvrant le titre Lagardère. Cette approche consiste à définir un objectif de cours sur la base d'une somme des valeurs des différentes activités composant le groupe. Les divisions Lagardère *Travel Retail*, *Lagardère Publishing*, *Autres Activités* sont ainsi évaluées de façon indépendante par les différents analystes de recherche, qui constituent une population de financiers éduquée. Les Établissements Présentateurs ont réalisé un consensus des valorisations effectuées pour chacune des divisions par les analystes de recherche (sur la base des notes publiées post-résultats semestriels). Cette méthode a été retenue comme principale pour la division *Lagardère Publishing* et secondaire pour la division *Lagardère Travel Retail* (compte tenu de la dispersion importante observée et de la fréquence de mise à jour inégale des notes) et pour les *Autres Activités*. »

Le DCF réalisé par les banques présentatrices sur la base des données du consensus et des choix opérés sur les hypothèses de base valorise Lagardère Travel Retail dans une fourchette estimée à 1,7-2,1 Mrd €, avec une valorisation centrale à 1 928 M€. Le taux d'actualisation utilisé par les banques (9,8 %) est sensiblement supérieur à celui utilisé pour les tests de dépréciation de LTR (8,0 %)

► **Lagardère Travail Retail – Hypothèses de base du consensus**

- Utilisation des projections de CA et/ou d'EBIT de 7 bureaux de recherche publiées post-publication des résultats S1'21 de Lagardère.
- Projections de base homogènes conformes aux prévisions IATA sur le trafic aérien mondial. « *Scénario de base : retour à la normale du trafic aérien à son niveau de 2019 en 2024E* », avec CA 2023 estimé égal à 95 % du CA 2019 réalisé.
- En revanche, projections hétérogènes selon les analystes sur l'EBIT. Prise en compte partielle, notamment, du projet de réduction des coûts de 100 M€ (LeAP).
- Marge EBIT à 4,3 % sur 2023e vs 3,6 % sur 2019.
- Sur les marges, le consensus actuel (i.e. post publication résultats FY21) est « au-dessus des guidances de la société », notent les banques présentatrices.

► **Lagardère Travail Retail – Hypothèses de base retenues par les banques présentatrices pour la valorisation par les DCF**

- Retour du CA 2024e au niveau de celui de 2019 en phase avec les projections IATA.
- En 2025-2026, normalisation à 3-4 % par an de la croissance du CA.
- **Taux de croissance à l'infini de 2,0 %.**
- Marge EBIT 2024 vue à 5,4 %. Stabilité sur plus long terme.
- CAPEX : construction des investissements comme étant la différence entre les CAPEX consolidés de Lagardère et ceux du Publishing. Convergence à 2024e-2026 vers un niveau normatif de 3,5 % (niveau historique).
- Impact BFR nul, « *en l'absence de repères historiques et de la forte volatilité de la var. du BFR pré et post-COVID* ».
- **Taux d'actualisation de 9,8 %** (coût moyen pondéré du capital/CMPC) et marge d'EBIT récurrent normatif à 11,3 %.

Les analystes valorisaient LTR à environ 1,8 Mrd € avant la publication des résultats 2021 du Groupe. Une valorisation légèrement inférieure à celle obtenue par les banques présentatrices via les DCF, mais qui n'a pas été retenue comme méthode d'évaluation principale par ces mêmes banques

► **Lagardère Travel Retail – Valorisation retenue par les analystes financiers, M€ et date de publication de la note de recherche**



“ SUR LA VALORISATION DE LTR PAR RÉFÉRENCE AUX VALORISATIONS RETENUES PAR LES ANALYSTES (SOMME DES PARTIES), LES BANQUES PRÉSENTATRICES ÉCRIVENT :

« Cette méthode n'a été retenue qu'à titre indicatif en raison (i) de la disparité des méthodologies utilisées par les analystes dans la valorisation et (ii) du fait que la plupart des notes de recherche ont été publiées avant l'apparition du variant Omicron. »

Source : ibid.

UNE VALORISATION DONT ON PEUT IMAGINER QU'ELLE SERAIT SUPÉRIEURE EN INTÉGRANT LES INDICATIONS FOURNIES SUR LE PÉRIMÈTRE LTR DANS LA PUBLICATION DES RÉSULTATS FY21 DE LAGARDÈRE

Pour les raisons explicitées plus haut, les banques présentatrices n'ont retenu les valorisations réalisées à dire d'analystes que comme méthode secondaire. Les résultats, qui indiquent une médiane de valorisation à 1,8 Mrd € pour LTR, ne sont donc fournis qu'à titre indicatif. Ces mêmes banques n'ont pu utiliser les travaux réalisés par les analystes post-publication des résultats 2021 de Lagardère, résultats encourageants sur le périmètre LTR.

La méthode des comparables utilisée par les banques présentatrices à titre indicatif fournit une fourchette de valorisation de Lagardère Travel Retail comprise entre 2,1 Mrd € et 2,48 Mrd €, soit une valeur centrale à 2,2 Mrd € plus élevée que celle obtenue par les DCF

► Lagardère Travel Retail – Valorisation par les comparables

Données en M€ Calendrisées au 31/12/20	Cap. Boursière M€	VE M€	VE/CA		VE/EBIT		
			22e	23e	22e	23e	
Acteurs spécialisés dans le Travel Retail							
Dufry	3 478	11 272	1,82x	1,44x	39,3x	15,4x	
Autogrill	2 390	4 865	1,30x	1,13x	42,8x	22,8x	
SSP	2 428	4 810	1,87x	1,40x	n.m.	20,1x	
Moyenne			1,66x	1,32x	41,0x	19,4x	
Médiane			1,82x	1,40x	41,0x	20,1x	
Acteurs diversifiés avec une exposition au Travel Retail							
WH Smith	2 364	3 380	2,03x	1,79x	21,9x	15,1x	
Valora	699	1 649	1,07x	1,03x	26,5x	20,7x	
Moyenne			1,55x	1,41x	24,2x	17,9x	
Médiane			1,55x	1,41x	24,2x	17,9x	
Moyenne globale			1,62x	1,36x	32,6x	18,8x	
Médiane globale			1,82x	1,40x	32,9x	20,1x	

Source : ibid.

POSITION DE L'EXPERT DU CGR SUR LA MÉTHODE DES COMPARABLES UTILISÉE DANS LA VALORISATION DE LTR

Une méthode des comparables qui n'engendre pas un résultat aberrant, mais qui, compte tenu de la faiblesse de l'échantillon, nous semble devoir être analysée avec prudence.

MULTIPLES DE SOCIÉTÉS COTÉES COMPARABLES – COMPARABLES BOURSIERS HISTORIQUES ET TRANSACTIONS COMPARABLES

Les banques présentatrices fournissent, page 58 de la note relative au projet d'OPA, une fourchette de valorisation de LTR sur la base des comparables boursiers historiques. Elle se situe entre 1,68 et 1,86 Mrd €. Toutefois et « compte tenu de la forte volatilité observée sur les multiples des principaux acteurs du secteur depuis la crise sanitaire, l'analyse des comparables boursiers historiques [n]est présentée [qu']à titre indicatif ».

De la même façon, la fourchette de valorisation de 2,0-2,2 Mrd € fournie par la méthode des transactions comparables est également transmise « à titre indicatif », « compte tenu de (i) l'impact important du Covid sur les valorisations des sociétés du secteur et (ii) l'absence de transactions majoritaires qualifiées post-Covid ».

SUR LA VALORISATION DE LTR PAR LA MÉTHODE DES COMPARABLES, LES BANQUES PRÉSENTATRICES ÉCRIVENT :

« L'application des multiples moyens VE/EBIT 2023E de l'échantillon (18,8 x) +/- 5 % aux agrégats financiers de Lagardère Travel Retail issus du plan d'affaires retenu fait ressortir une valeur d'entreprise (après retraitement des dettes de location IFRS 16) comprise entre 2 102 M€ et 2 484 M€. »

Le DCF réalisé par les banques présentatrices indique une fourchette de valorisation de Lagardère Publishing comprise entre ~3,1 Mrd € et ~3,6 Mrd € - soit une valeur centrale à 3,3 Mrd €, avec une forte sensibilité du résultat aux hypothèses de CMPC et de croissance à l'infini retenues. CMPC retenu (8,0 %) légèrement supérieur à celui utilisé pour les tests de dépréciation de Lagardère Publishing (7,4 %)

► Lagardère Publishing – Hypothèses de base du consensus 2022 - 2023

- Utilisation des projections de CA et/ou d'EBIT de 7 bureaux de recherche publiées post-publication des résultats S1'21 de Lagardère.
- Dynamique de croissance du CA et des marges homogènes entre les analystes post-2021, mais se situent en deçà de la performance réalisée en 2021, exercice exceptionnel pour l'édition.
- Consensus 2022 en ligne avec les guidances du Publishing (CA stable et marge EBIT légèrement supérieure à 11 %).
- En l'absence de prévisions des analystes, le niveau des CAPEX retenu est celui de la moyenne observée sur 2018-2019 (1,7 % du CA).
- Projections de BFR indisponibles dans les travaux des analystes et forte volatilité historique. Hypothèse retenue : var. du BFR nulle sur la période.

► Lagardère Publishing – Hypothèses de base retenues par les banques présentatrices pour la valorisation par les DCF sur la période 2024-2026 extrapolée

- Croissance constante du CA à 1,5 % dès 2024, soit le niveau normatif.**
- Marge EBIT récurrent stable à 11,3 % dès 2024 en ligne avec la marge 2023e du consensus.
- CAPEX : stables en % du CA sur la durée du plan, en ligne avec les niveaux pré-Covid.
- Impact BFR nul.
- Intérêts de paiements de loyers au même niveau que la moyenne 2019-2020.
- Taux IS à 24,8 % (« obtenu grâce à une pondération selon la répartition géographique des revenus de la division »).
- Taux d'actualisation de 8,0 % (coût moyen pondéré du capital/CMPC ou WACC)*.**

Cf. détail du calcul du WACC p. 61 de la note d'information sur l'OPA

Avant la publication des résultats 2021, relativement exceptionnels pour Lagardère Publishing, les analystes valorisaient le périmètre à environ 3,1 Mrd €. Une valorisation sensiblement inférieure à celle obtenue par les banques présentatrices via les DCF (3,3 Mrd €)

► Lagardère Publishing – Valorisation retenue par les analystes financiers, M€ et date de publication de la note de recherche



UNE VALORISATION PAR LES ANALYSTES SENSIBLEMENT INFÉRIEURE À CELLE OBTENUE PAR LES BANQUES PRÉSENTATRICES VIA DCF

Dans le travail de valorisation de Lagardère par la somme des parties, la valeur médiane des estimations réalisées par les six bureaux de recherche sur le périmètre du Publishing ressort à un peu moins de 3,1 Mrd €, soit un niveau correspondant à la fourchette basse de valorisation obtenue par les banques présentatrices via les DCF.

En dépit de ce sensible écart, la somme des parties réalisée sur Lagardère Publishing par les analystes a toutefois été retenue comme méthode de valorisation principale de ce périmètre par les banques présentatrices.

La méthode des comparables utilisée par les banques présentatrices à titre indicatif fournit une fourchette de valorisation de Lagardère Publishing comprise entre un peu moins de 3,2 Mrd € et un peu plus de 3,3 Mrd €, soit une valeur centrale à 3,25 Mrd € plus basse que celle obtenue par les DCF

► Lagardère Publishing – Valorisation par les comparables

Données en M€ Calendarisées au 31/12 17/02/2022	Cap. Boursière	VE	VE/CA		VE/EBIT	
			2022e	2023e	2022e	2023e
Pearson	5 565	6 361	1,46x	1,42x	12,3x	11,3x
Mondadori	537	589	0,68x	0,67x	7,5x	7,1x
Bloomsbury	356	319	1,18x	1,11x	11,3x	10,5x
Promotora de Informaciones A	401	1 270	1,61x	1,49x	n.m.	14,1x
Sanoma	2 191	2 813	2,20x	2,15x	17,3x	15,6x
Houghton Mifflin Harcourt	1 861	1 907	1,87x	1,78x	16,0x	11,6x
Moyenne			1,50x	1,44x	13,0x	11,7x
Médiane			1,54x	1,45x	12,3x	11,5x

Source : note d'information sur le projet d'OPA, d'après données FactSet

Méthode d'évaluation retenue à titre secondaire par les banques présentatrices.

SUR LA VALORISATION DE LAGARDÈRE PUBLISHING PAR LA MÉTHODE DES COMPARABLES, LES BANQUES PRÉSENTATRICES ÉCRIVENT :

« L'application des multiples médians VE/EBIT 2022E (12,3 x) et VE/EBIT 2023E (11,5 x) de l'échantillon aux agrégats financiers de Lagardère Publishing (respectivement EBIT récurrent 2022E et 2023E) issus du plan d'affaires retenu fait ressortir une valeur d'entreprise (après retraitement des dettes de location IFRS 16) comprise entre 3 178 M€ et 3 334 M€. »

POSITION DE L'EXPERT DU CGR SUR LA MÉTHODE DES COMPARABLES UTILISÉE DANS LA VALORISATION DE LAGARDÈRE PUBLISHING

Compte tenu des écarts de capitalisation entre les comparables retenus, il eût peut-être été plus opportun de pondérer les multiples d'EBIT avec les capitalisations boursières. Ce même si le résultat obtenu via cette méthode n'est que très légèrement supérieur à celui obtenu via les multiples médians retenus par les banques présentatrices (i.e. 13,3 x vs 12,3 x sur 2022e et 12,1 x vs 11,5 x sur 2023e).

L'application du multiple d'EBIT médian +/- 5 % de l'échantillon à la moyenne 2020-2021 de l'EBIT récurrent de Lagardère Publishing (299 M€), fait ressortir une fourchette de valorisation par les transactions comparables de ~3,1 - ~3,4 Mrd € sur ce périmètre

► Lagardère Publishing – Multiples obtenus par la méthode des transactions comparables

Date de closing	Acquéreur	Cible	Pays	Part acquise	Devise	VE en millions	Multiple d'EBIT (LTM)
01/09/2021	Lagardère	Workman Publishing	USA	100%	\$	240	n.d.
01/07/2021	Mondadori Group	De Agostini Scuola	Italie	100%	€	158	9,6x
01/06/2021	Platinum Equity	McGraw Hill	USA	100%	\$	4 500	n.d.
29/03/2021	News Corp	HMH Books & Media	USA	100%	\$	349	n.m.
29/11/2020	Bertelsmann	S&S	USA	100%	\$	2 175	15,2x
01/10/2020	Sanoma	Santillana Spain	Espagne	100%	€	465	10,8x
01/10/2019	Bertelsmann	PRH	USA	25%	\$	3 670	6,9x
26/02/2019	Prisa	Santillana	Espagne	25%	€	1250	11,8x
11/07/2017	Bertelsmann	PRH	USA	22%	\$	3 550	7,1x
01/11/2016	Vivendi	Edifis	France	100%	€	900	15,0x
Moyenne							10,9x
Médiane							10,8x

Méthode d'évaluation retenue à titre secondaire.

- Transactions Edition grand public
- Transactions Education

Source : note d'information sur le projet d'OPA, p. 64

“ SUR LA VALORISATION DE LAGARDÈRE PUBLISHING PAR LA MÉTHODE DES TRANSACTIONS COMPARABLES, LES BANQUES PRÉSENTATRICES ÉMETTENT LES RÉSERVES SUIVANTES :

« Les multiples induits de transactions comparables depuis 2018 affichent une dispersion importante. Aucune société cible de l'échantillon ne présente un profil parfaitement comparable à Lagardère Publishing en matière de taille, de nature d'activité ou de positionnement géographique. Les transactions US majoritaires récentes sont principalement des opérations de consolidation du marché américain et extériorisent de fait en moyenne un multiple plus élevé. Cette région ne représente que ~25 % du chiffre d'affaires de Lagardère Publishing. Certaines transactions font ressortir un multiple plus élevé du fait du potentiel important des synergies pouvant en résulter, et de la rareté du profil de certains actifs, comme Bertelsmann – Simon & Schuster notamment. Enfin les transactions minoritaires présentent un multiple plus bas, Bertelsmann – PRH notamment. »



Les autres métiers (hors licences Elle) sont valorisés entre 149 M€ et 252 M€ par les banques présentatrices. Un exercice de valorisation difficile à réaliser sur la base d'un consensus inexistant et d'un échantillon de comparables peu consistant comme sur la radio. Un segment Autres dont nous ne connaissons pas la composition et valorisé à une fois son chiffre d'affaires sans autre justification

PÉRIMÈTRE AUTRES ACTIVITÉS DE LAGARDÈRE

- Presse (Journal du Dimanche, Paris Match, Licences Elle)
- Radio (Europe 1, Virgin Radio, RFM)
- Divertissement (salles de spectacle et prod. de concerts)
- Autres (Lagardère Paris Racing et autres)

► Chiffre d'affaires Autres activités, M€

	2019	2020	2021
Presse (hors Elle)	80	70	72
Radio	110	100	94
Entertainment	27	5	17
Autres	25	21	21
Total	241	196	204

▲ AUTRES ?

Faute de temps (?), les banques présentatrices appliquent un multiple uniforme de 1,0 x au CA Autres. Une activité Divertissement considérablement impactée par la crise COVID.

“ SUR LA VALORISATION DES AUTRES ACTIVITÉS DE LAGARDÈRE PAR LA MÉTHODE DES COMPARABLES, LES BANQUES PRÉSENTATRICES INDIQUENT :

« Dans le cadre des travaux de valorisation, les multiples de valeur d'entreprise sur chiffre d'affaires ont été retenus. Les multiples calculés à fin décembre 2022E (N+1), ont été privilégiés et appliqués aux chiffres d'affaires 2019, 2020 et 2021 de chacun des métiers. L'information limitée disponible dans les notes des analystes couvrant Lagardère ne permet pas de faire une analyse pertinente sur des agrégats 2022. »

► Autres activités – Multiples de sociétés comparables (hors licences Elle)

Données en M€	Cap. Boursière	VE	VE/CA 2022e
Radio			
NRJ Group	458	191	0.51x
Press magazine			
RCS MediaGroup	448	637	0.74x
TX Group	1,522	1,507	1.88x
Arnoldo Mondadori Editore	537	589	0.68x
ReWorld Media	386	423	0.84x
Reach	999	1,276	1.76x
Asseco Poland	1,551	2,313	0.70x
Moyenne			1.10x
Médiane			0.79x
Divertissement			
Madison Square Garden Sports A	3,638	4,561	6.85x
Cnew orld Group	683	7,897	2.30x
Kinepolis Group	1,425	2,352	3.98x
Cineplex Inc	566	1,819	1.90x
Eventbrite	1,320	1,035	4.33x
Moyenne			3.87x
Médiane			3.98x

Source : ibid. d'après données FactSet



Au total, l'ensemble des autres activités de Lagardère est valorisé entre 286 M€ et 389 M€, soit 338 M€ en valeur centrale. Une valorisation qui demanderait de plus amples investigations pour devenir réellement audible

“ SUR LA VALORISATION DE LA LICENCE ELLE, LES BANQUES PRÉSENTATRICES INDIQUENT :

« Compte tenu des spécificités du modèle économique du métier Licences Elle (rendant l'analyse par multiples de chiffre d'affaires peu pertinente) et du manque d'information disponible pour mettre en œuvre de façon pertinente des méthodes d'évaluation alternatives, une moyenne des valeurs extériorisées dans deux notes d'analyste est utilisée :
 - Société Générale (29/10/2021) : 168 M€
 - Kepler Cheuvreux (04/11/2021) : 107 M€
 - **Moyenne : 137 M€, »**

Source : ibid.

UNE VALORISATION DES AUTRES ACTIVITÉS QUI APPARAÎT QUELQUE PEU HÂTIVE

Une valorisation qui aurait mérité selon nous des investissements un peu plus approfondis compte tenu des limites méthodologiques exprimées précédemment, ou du caractère quelque peu lapidaire de la valorisation de l'actif Licence Elle.

À 308 M€, la valorisation des Autres activités de Lagardère par les analystes s'avère relativement proche de celle obtenue par les comparables

► Valorisation du périmètre Autres activités de Lagardère par les analystes, M€ et date de publication



Source : ibid.

Méthode d'évaluation fournie à titre indicatif par les banques présentatrices.

UNE MÉDIANE DES VALORISATIONS À 308 M€ À DIRES D'ANALYSTES POUR LES AUTRES ACTIVITÉS

Un échantillon relativement faible, mais toutefois relativement consistant et, in fine, peu éloigné de la valeur centrale obtenue par les banques présentatrices via la méthode des comparables (cf. page précédente).

L'actualisation à l'infini des flux de coûts de structure conduit à une fourchette de valorisation négative comprise entre 87 M€ et 112 M€. Une valorisation selon nous en ligne avec les multiples utilisés par les analystes pour la valorisation des coûts centraux de Vivendi

SUR LES COÛTS DE STRUCTURE, LES BANQUES PRÉSENTATRICES PRÉCISENT :

« Le fonctionnement du groupe Lagardère fait ressortir des coûts de structure qui ne sont qu'en partie réalloués au sein des deux divisions principales (Lagardère Travel Retail et Lagardère Publishing). Les coûts résiduels non alloués sont inclus dans le résultat opérationnel des Autres Activités et ne sont en conséquence pas pris compte dans les valorisations des deux divisions principales, ni dans celle des Autres Activités, compte tenu de l'application de multiples de chiffre d'affaires. Par conséquent, une valorisation indépendante de ces coûts a été effectuée. Les coûts de structure sont composés de deux principaux postes, (i) les autres coûts et (ii) les coûts liés à Lagardère Capital. **Uniquement les coûts de Lagardère Capital sont considérés comme étant alloués à la division Autres Activités et font l'objet d'une valorisation indépendante.** »

UNE VALORISATION EN LIGNE AVEC LA MÉTHODE DES MULTIPLES PARFOIS UTILISÉE PAR LES ANALYSTES

Les analystes *sell side*, à défaut de DCF, utilisent parfois un multiple qui s'échelonne entre 7,0 x et 9,0 x des coûts centraux pour la valorisation de ces derniers, soit une valorisation centrale à 92 M€ des coûts de structure de Lagardère à peu près identique à celle obtenue par les banques présentatrices via les DCF (100 M€).

► **Coûts de structure – Hypothèses de base retenues par les banques présentatrices pour la valorisation par les DCF**

- « Montant des coûts de structure publiés pour l'année 2021 (45 M€) et estimé pour 2022 (35 M€, comme indiqué par le groupe Lagardère lors de la présentation des résultats 2021), dont c.30 % sont estimés comme étant des coûts liés à Lagardère Capital ».
- Croissance à l'infini de 0 %.
- Taux d'imposition de 25,8 % (taux d'IS en vigueur en France à partir de 2022).
- CMPC de 8,8 % (pondération des taux utilisés par les banques présentatrices sur le Publishing et LTR).
- Montant des coûts de structure 2021A – 2022E liés à Lagardère Capital retenu : entre 10 M€ et 13 M€ (montant avant impôts).

L'offre à 25,50 € par action extériorise une prime de 14 % sur la valorisation réalisée par les banques présentatrices via la somme des parties en DCF, soit un montant sensiblement inférieur à la prime de contrôle

► Valorisation obtenue par les banques présentatrices pour les différentes activités de Lagardère selon les méthodes, M€

	Travel Retail			Publishing			Autres activités			Coûts centraux			Total (Valeur d'entreprise)		
	Min	Central	Max	Min	Central	Max	Min	Central	Max	Min	Central	Max	Min	Central	Max
DCF	1 718	1 928	2 137	3 088	3 317	3 585	286	332	389	-112	-100	-87	4 980	5 477	6 024
Multiples	2 102	2 293	2 484	3 178	3 256	3 334	286	332	389	-112	-100	-87	5 454	5 781	6 120
Transactions	2 009	2 114	2 220	3 063	3 224	3 385	286	332	389	-112	-100	-87	5 246	5 570	5 907

► Valorisation de l'action Lagardère obtenue par les banques présentatrices pour les différentes activités selon les méthodes, €/action

	Total valeur des fonds propres (M€)			Total (€/action)		
	Min	Central	Max	Min	Central	Max
DCF	2 670	3 167	3 714	18,8	22,4	26,2
Multiples	3 144	3 471	3 810	22,2	24,5	26,9
Transactions	2 936	3 260	3 597	20,7	23,0	25,4

► Prime extériorisée selon les méthodes par l'offre primaire à 25,50 €/action

	Prime extériorisée par l'offre principale à 25,50 / action		
	Min	Central	Max
DCF	35%	14%	-3%
Multiples	15%	4%	-5%
Transactions	23%	11%	0%

NOMBRE D' ACTIONS ET PASSAGE DE LA VALEUR D'ENTREPRISE À LA VALEUR DES FONDS PROPRES

- Comme indiqué par les banques présentatrices, le nombre total dilué d'actions Lagardère retenu pour l'appréciation du prix de l'offre est de 141,7 M (cf. page 50 de la note d'information).
- Le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres s'effectue en partant de la dette financière nette consolidée de Lagardère à fin 2021 (1,5 Mrd €), dette financière nette ajustée d'un certain nombre de passifs et actifs figurant au bilan du groupe. Soit une dette financière nette ajustée vue à 2 310 M€ par les banques présentatrices qu'il convient de soustraire à la valeur d'entreprise (cf. page suivante).

UNE OPA SANS PRIME DE CONTRÔLE

Dans la littérature financière, la prime de contrôle – définie comme la « majoration du prix qu'un acquéreur accepte de payer pour obtenir le contrôle majoritaire d'une société », s'échelonne entre 20 % et 30 %. Soit un niveau sensiblement supérieur à la valorisation centrale en somme des parties réalisée par les banques présentatrices. Ainsi, Vivendi prendrait le contrôle de Lagardère sans s'acquitter pleinement du paiement de la prime de contrôle.

Une dette financière nette ajustée vue à 2,3 Mrd € par les banques présentatrices. Calcul conforme aux règles de la profession, mais qu'il conviendrait de mettre à jour des informations comptables de Lagardère à fin 2021 (intérêts minoritaires, provisions pour retraites, actifs nets d'impôts, autres actifs non courants)

► Éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres selon les travaux réalisés par les banques présentatrices, M€

En M€		Commentaires
Dette financière nette	1 535	Valeur donnée par la société au 31/12/21
Intérêts minoritaires	578	Valorisation des intérêts minoritaires comptables au 30/06/21 avec le multiple P/BV de Lagardère (5,8x) et inclusion de l'investissement minoritaire de JIC.com et JIC dans le capital de Lagardère Travel Asia (94M€)
Titres mis en équivalence	(259)	Valorisation des titres mis en équivalence au 31/12/21 avec le multiple P/BV de Lagardère (5,8x)
Autres actifs non courants	(212)	Valeur comptable au 30/06/2021 (intégrant des titres non consolidés (FCPI Minvest Digital Fund & Autres), prêts et créances et instruments financiers dérivés)
Passifs nets non courants détenus en vue de la vente	40	Valeur comptable au 31/12/21 (actifs non courants détenus en vue de la vente 127 M€ net des passifs non courants détenus en vue de la vente 167 M€)
Cession de créances sans recours	182	Valeur comptable au 31/12/21 qui exténorise un montant de cession de créances sans recours très fortement supérieur à celui observé historiquement (20M€ en 2020 et en 2019)
Provisions pour retraites	98	Valeur comptable au 30/06/21
Provisions pour risques et charges courantes et non courantes	340	Valeur comptable au 30/06/21 (prise en compte des provisions pour restructurations, désengagements, litiges et autres risques (pré-faxes))
Actifs nets d'impôts différés	(1)	Valeur comptable au 30/06/21 (actifs d'impôts différés (243 M€) y compris pour les engagements de retraites) net des impôts différés au passif (244 M€)
Total des ajustements à la valeur d'entreprise	2 310	

Source : ibid., page 51

Editis et Lagardère Publishing seront vraisemblablement impactés par les remèdes de la Commission Européenne



CARENES DANS L'INFORMATION COMMUNIQUÉE PAR VIVENDI À L'EXPERT DU CGR DE LAGARDÈRE

Malgré des demandes réitérées, la direction de Vivendi a refusé de communiquer à l'expert du CGR de Lagardère les documents lui permettant d'objectiver avec précision les enjeux industriels, économiques et sociaux nés du rapprochement entre Editis et Lagardère Publishing en France. Ne disposant pas des comptes de gestion d'Editis, l'expert du CGR n'a pu travailler que sur la base d'informations publiques, de sources de presse et de documents communiqués par la direction de Lagardère.

Editis – Une activité rachetée par Vivendi en févr. 2019. Une société profitable et centrée sur la France, où Editis se positionne au 2^e rand du marché, derrière Lagardère Publishing. Une activité Diffusion/Distribution qui représente un tiers des revenus nets d’Editis. Un taux de marge d’exploitation près de deux fois plus faible que celui des activités françaises de Lagardère Publishing

► Editis – Indicateurs économiques, M€

	2019 pro forma*	2020	Var. organique	9M 2019 pf	9M 2020	9M 2021	Var. organique
Littérature	309	300	-2,8%	N.C.	200	232	15,9%
Education & Référence	191	185	-3,5%	N.C.	154	146	-5,3%
Diffusion et Distribution	235	240	2,5%	N.C.	140	224	60,5%
Chiffre d'affaires	735	725	-1,3%	518	494	602	21,9%
Résultat opérationnel courant	50	51	2,4%				
Restructurations	-4	-6					
Autres élt. excl. du ROC	-3	-7					
EBITA	43	38	-11,2%				
CFFO* (2019 sur 11 mois)	22	71		N.C.	N.C.	N.C.	

* Flux de trésorerie opérationnels

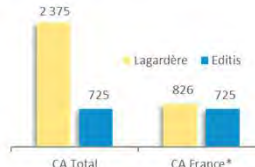
PAS D'ENJEU DE CONCURRENCE SUR L'INTERNATIONAL

Le statut d'acteur franco-français d'Editis permet de balayer les enjeux de concurrence sur la partie internationale de Lagardère Publishing, qui a représenté 66 % des revenus de l'entité en 2020.

EDITIS ET VIVENDI

- Editis intégré dans Vivendi le 1^{er} février 2019 ;
- Prix d'acquisition : 829 M€ (remboursement dette incl.) ;
- Une activité profitable et génératrice de flux de trésorerie, avec un résultat opérationnel courant à 6,9 % en moyenne sur 2019-2020 ;
- Une activité en forte croissance sur 9M 2021, portée notamment par le segment Diffusion et Distribution (après un exercice 2020 fortement impacté par la pandémie de Covid).

► Lagardère Publishing et Editis – Chiffre d'affaires 2020, M€

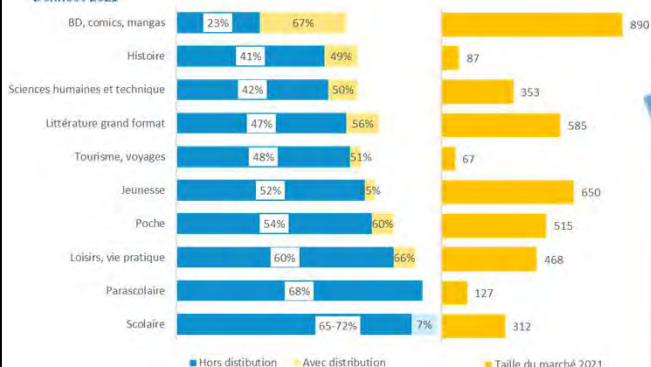


Source : Lagardère et Vivendi. CA France estimé pour Editis (>95 % du total). Lagardère Publishing réalise pour sa part plus de 90 M€ de CA à l'export à partir de la France

Des parts de marché sur un nombre très important de segments français de l'édition qui propulseraient un éventuel nouvel ensemble Lagardère Publishing – Editis en position dominante. En conséquence, Vivendi devra céder de nombreux actifs d'Editis ou de Hachette pour obtenir le feu vert des autorités de la concurrence

► Marché global de l'édition en France concernée par le projet de fusion entre Editis et Lagardère Publishing, parts de marché cumulées hors et avec les activités de distribution (%), taille du marché (M€).

Données 2021



Source : articles des Échos du 21/02/2022, d'après sources éditeurs et sociétés

V. BOLLORÉ DIT :

« Un géant Hachette-Editis, cela n'arrivera pas en France sans mesures prises, car leur taille est trop importante. »

Source : Les Échos du 21/02/2022, reprenant les propos tenus devant la Commission des affaires culturelles du Sénat

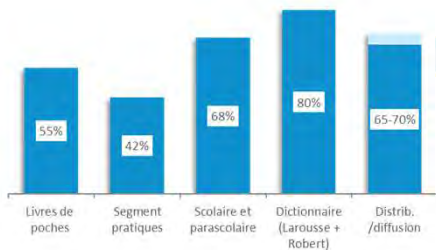
DES REMÈDES QUI DEVRONT INTÉGRER LA DIMENSION SOCIALE

Des sources de presse indiquent une part du marché français global des deux acteurs de l'ordre de 45 % en 2021, montant que nous jugeons sous-estimé, et plutôt de l'ordre de 56 %. Comme soulevé par un concurrent, la problématique est encore plus critique d'un point de vue concurrentiel sur le segment de la distribution, rendant impossible tout rapprochement entre Interforum et Hachette Distribution.

Dans ce contexte, et au-delà des aspects concurrentiels, la dimension sociale des remèdes qui pourraient être imposés à Vivendi pour un rapprochement entre Editis et Hachette revêt une importance critique.

Un rapprochement, même partiel, d'Interforum et de Hachette Distribution apparaît matériellement impossible à envisager tant l'emprise de ces deux entités est forte sur ce segment critique pour les éditeurs et libraires indépendants

► Parts de marché cumulées Editis – Lagardère Publishing sur certains segments du marché français de l'édition/diffusion - distribution



Source : entretien Vivendi, d'après données extraites de l'étude GfK sur le marché français de l'édition en 2020

DONNÉES EXTRAITES DE L'ENTRETIEN SEXTANT EXPERTISE - VIVENDI

SUR LA DISTRIBUTION, LE PDG DE MÉDIA-PARTICIPATIONS DIT :

« La question de la distribution est le point focal de cette fusion, car ce sont les deux structures les plus puissantes de l'industrie en ce qui concerne l'accès au marché - c'est-à-dire aux librairies, aux supermarchés. [...] Sur le troisième niveau*, leur part de marché cumulée se monterait même à 100 % . »

* 3^e niveau : petits points de vente (maisons de la presse...) Source : déclaration aux Échos, article du 21/02/2022

QUESTIONS

- Comment sera gérée la partie Distribution/Diffusion du projet de rapprochement d'Editis et de Lagardère Publishing en France ?
- Compte tenu de l'adhérence d'Interforum avec les activités d'édition d'Editis, et de Hachette Distribution avec le reste de Hachette, s'agira-t-il de céder d'un seul bloc l'une ou l'autre entité de distribution ?
- Quelles seront les conséquences sociales d'un éventuel détournement des activités Distribution d'Editis et de Hachette ?

Pour Vivendi, dans le rapprochement entre Editis et Hachette, « toutes les options sont ouvertes », sans que l'on puisse connaître celles qui sont privilégiées. Quoi qu'il en soit, chaque scénario (y compris ceux que nous n'avons pas développés) emporte des conséquences sociales, avec des enjeux structurants sur le champ de la distribution / diffusion

#	Scénarios	Description	Probabilité occurrence	Commentaires Sextant
1	Pas ou peu de remèdes imposés par les autorités de concurrence	La commission européenne considère qu'un groupe d'édition, de distribution et de diffusion puissant en France est de nature à mieux concurrencer Amazon. Elle n'impose que des cessions sur des pans relativement marginaux de l'activité d'Editis et de Hachette.	Très faible	Compte tenu de l'hostilité des acteurs français du monde de l'édition au rapprochement Editis-Hachette, ce scénario est très peu plausible. Toutefois, s'il devait advenir, il pourrait engendrerait de profonds réorganisations au sein du nouvel ensemble, avec des conséquences fortes sur l'emploi
2	Cession Editis	Confronté à l'hostilité de l'Autorité de la concurrence sur la plupart des aspects du rapprochement Editis - Hachette en France, Vivendi décide de céder l'intégralité d'Editis à un tiers	Plausible	Un scénario qui permet de gagner du temps dans la mise en œuvre du rapprochement avec Lagardère. Vivendi peut se projeter sur un métier de l'édition beaucoup plus internationalisé que celui d'Editis et près de 2 fois plus profitable en ce qui concerne les activités françaises
3	Puissants remèdes	Les autorités de la concurrence imposent de nombreux "remèdes" au projet de rapprochement des activités Édition (diff. & distrib. Incl.) des deux groupes en France. Des pans entiers de l'activité de l'une ou l'autre des entités doivent être cédés, notamment celles relatives à la distribution, à la diffusion, les dictionnaires et autres segments de marché où la position dominante du nouvel ensemble serait incriminée	Plausible	Processus long. Revente à la "coupe" de telle ou telle partie de l'activité d'Editis ou de LP en France se ferait sur des bases de valorisation plus faibles que celles utilisées pour un plus large bloc. Des conséquences sociales potentiellement fortes, avec la nécessité pour les équipes concernées par la mise en œuvre des remèdes de changer d'employeur. Un détournement compliqué des activités de distribution, avec également des impacts sociaux non négligeables. Configuration dans laquelle VIV pourrait conserver les activités les plus profitables, dont et a priori celle de LP
4	Refus ou perte de sens	Prenant en considération l'hostilité du monde de l'édition en France et des autres parties prenantes, dont l'Etat, les autorités de la concurrence mettent leur veto à la mise en œuvre du projet de rapprochement d'Editis et de LP en France / vide le projet de rapprochement de sa substance en imposant la cession d'une très large partie des activités dans ce pays. Vivendi doit céder l'intégralité ou la quasi-intégralité des activités de LP en France.	Faible	Scénario qui vide le projet d'OPA de sa substance pour Vivendi, d'une part, et qui peut poser des problèmes de gouvernance (ou de vide de gouvernance) pour Lagardère Publishing en France. Les projets de développement de LP en France et les chantiers structurants d'amélioration des processus sont arrêtés pendant de long mois, avec des risques sur la détérioration des fondamentaux économiques des entités concernées.
5	Contre-offre	Un acteur économique tiers lance une contre-offre sur Lagardère, avec un prix relevé par rapport à celui offert par Vivendi	Très faible	Le contexte de conflit en Ukraine et ses répercussions sur les marchés financiers (baisse de plus de 16% du CAC 40 sur le dernier mois), s'ils ne permettent pas de totalement évacuer ce scénario, le rend très peu plausible

Lagardère Travel Retail, peu de synergie, mais un potentiel de plus-value pour Vivendi

75

Peu de synergies existent entre la division Travel Retail de Lagardère et le groupe Vivendi, qui ne possède pas d'activités sur ce secteur. Ainsi, LTR n'apparaît pas comme un actif stratégique pour Vivendi qui pourrait s'inscrire dans une démarche purement financière sur cet actif

LA DIVISION TRAVEL RETAIL DE LAGARDÈRE NE S'INSCRIT PAS DANS LA STRATÉGIE MENÉE ACTUELLEMENT PAR VIVENDI

▪ Comme le rappelle la note d'informations sur l'OPA :

- ✓ « La stratégie de Vivendi est de développer un grand groupe de culture européenne et d'envergure internationale, dans le secteur des médias, des contenus et de la communication, en combinant les activités de création, de production et de distribution. »
- ✓ « Vivendi souhaite se donner pour mission de libérer la création en révélant tous les talents, en valorisant toutes les idées et toutes les cultures et en les partageant avec le plus grand nombre (Creation Unlimited). »

EN L'ABSENCE DE SYNERGIE DIRECTE AVEC LE RESTE DU GROUPE DANS CE DOMAINE, VIVENDI SE PRÉSENTE COMME UN PARTENAIRE FINANCIER AUPRÈS DE LTR

▪ Il ressort de nos entretiens avec Vivendi, le positionnement suivant :

- ✓ Maintien des équipes Lagardère en place et poursuite du travail et des développements entrepris.
- ✓ Support financier pour le développement de la division, y compris dans le cadre d'opérations de croissance externe.



SUR LES MOTIFS DE L'OFFRE, VIVENDI DÉCLARE :

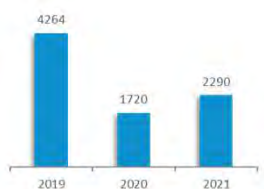
« Même si les chiffres 2021 sont encourageants après deux années de pertes (résultat net part du groupe), le groupe Lagardère pourra utilement compter sur un actionnaire solide afin d'assurer le rétablissement progressif de son activité Travel Retail très affectée par la pandémie. »

Source : Note d'information sur l'OPA - motifs de l'offre

76

Le prix d'acquisition payé par Vivendi est à un niveau relativement bas en raison de la baisse des résultats enregistrée ces 2 dernières années...

► Lagardère Travel Retail : chiffre d'affaires, M€



► Lagardère Travel Retail : RESOP, M€

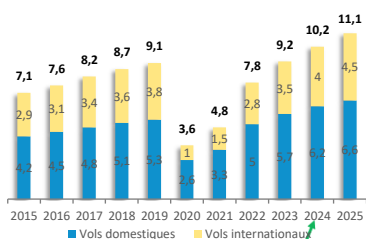


LA VALORISATION DE LTR EST FORTEMENT DÉGRADÉE PAR LA CRISE SANITAIRE

- Les techniques de valorisation financière s'appuient sur 2 principaux paramètres :
 - ✓ Les résultats actuels de la société.
 - ✓ Les perspectives d'amélioration de résultats à moyen terme.
- La crise sanitaire pénalise la division sur ces 2 paramètres :
 - ✓ La division affiche des pertes depuis 2 ans. Il est toujours difficile de valoriser un actif en perte.
 - ✓ D'autre part, comme nous le verrons dans la page suivante les perspectives de marché n'anticipaient pas un retour rapide « à la normale ».

... Et d'un contexte économique toujours incertain, même avant l'éclatement de la guerre en Ukraine. Les anticipations de l'ACI World tablaient sur un retour à un niveau comparable sur les vols internationaux à 2019 en 2024

► Trafic de passagers aériens par type, en millions



Sur le trafic international, le niveau de 2019 ne serait atteint « qu'en » 2024

Source : ACI world

L'ABSENCE DE PERSPECTIVE DE « RETOUR À LA NORMALE » SUR LE MOYEN TERME PÈSE ÉGALEMENT SUR LA VALORISATION DE LTR

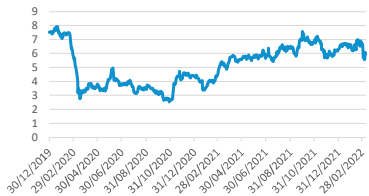
- Les prévisions de l'ACI World anticipaient un nombre de passagers comparable à 2019 sur les vols internationaux, un paramètre particulièrement important pour l'activité *duty free*, à partir de 2024.
- Sur la période 2015-2019, la croissance moyenne annuelle est de 6,4 % par an.
- Sur l'année 2025, la croissance du nombre de passagers anticipée est de 9 % au global et de 12,5 % sur les vols internationaux. Ces chiffres intègrent un rattrapage des années 2020 à 2024.
- Il est à noter que le business plan pris en compte dans la méthode de valorisation par les flux de trésorerie s'appuyait principalement sur les années 2022 à 2024.

Les sociétés concurrentes de Lagardère Travel Retail cotées en bourse se situent à des niveaux de valorisation historiquement bas

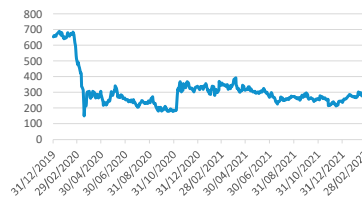
► Cours de bourse Dufry, CHF



► Cours de bourse Autogrill, €



► Cours de bourse SSP, GBP



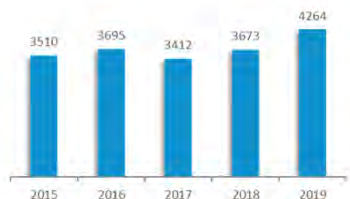
DES VALORISATIONS HISTORIQUEMENT BASSES

▪ En moyenne mobile sur 20 jours au 20 février 2020 (avant dépôt de l'offre d'OPA) :

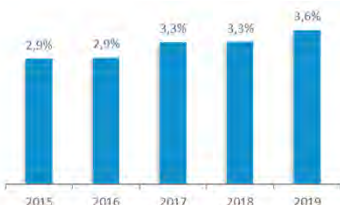
- ✓ Le cours de bourse de Dufry est 46 % en deçà de son niveau précrise.
- ✓ Le cours de bourse d'Autogrill est 15 % en deçà de son niveau précrise.
- ✓ Le cours de bourse de SSP est 57 % en deçà de son niveau précrise.

Un actif qui conserve de belles perspectives en cas de reprise sur le secteur

► LTR : chiffres d'affaires en millions d'euros



► LTR : taux de marge de RESOP, en % du chiffre d'affaires



UN ACTIF SOLIDE ET UNE PLUS-VALUE INTÉRESSANTE À TERME ?

- LTR a réalisé un chiffre d'affaires de 4,2 M€ en croissance de 20 % entre 2015 et 2019. C'est le troisième acteur de son secteur. La profitabilité de la division était en hausse constante depuis sur la période.
- Le plan LEAP doit générer une économie de 100 M€, générant une nouvelle amélioration des marges à terme. La division a d'autre part poursuivi ses investissements.
- La moyenne de valorisation sur la note d'OPA pour cette division est de 2,1 Mrd €, soit environ 0,5 fois son chiffre d'affaires 2019, un niveau relativement bas au regard du potentiel de cet actif.

UN ACTIF DE QUALITÉ VALORISABLE À TERME

En raison de la crise sanitaire, les entreprises du secteur ont connu une forte baisse de leur activité, et donc de leur valorisation.

La division LTR reste cependant un actif de qualité dans lequel le groupe a continué d'investir malgré la crise COVID.

En cas d'amélioration de la conjoncture économique, cet actif pourrait représenter une plus-value potentielle intéressante pour Vivendi, dans l'hypothèse d'une cession de LTR.

Il est important de noter que les salariés de la division LTR ont été durement impactés par la crise sanitaire avec la mise en place de PSE, APLD. C'est un point de vigilance qu'il faudra prendre en compte en cas nouvelle réorganisation ou prise de contrôle par un nouvel actionnaire.

Autres activités : des rapprochements sont possibles



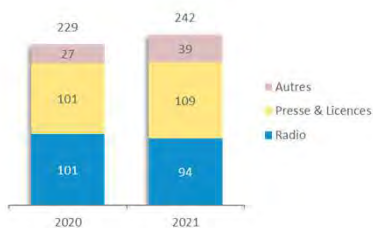
CARENES DANS L'INFORMATION COMMUNIQUÉE PAR VIVENDI À L'EXPERT DU CGR DE LAGARDÈRE

Malgré des demandes réitérées, la direction de Vivendi a refusé de communiquer à l'expert du CGR de Lagardère les documents lui permettant d'objectiver avec précision les enjeux industriels, économiques et sociaux nés du rapprochement entre Vivendi et Lagardère. Ainsi, l'expert a travaillé sur la base d'informations publiques et de documents fournis par la direction de Lagardère, et sans disposer des documents de gestion sur le périmètre des autres activités de Vivendi (Groupe Canal+, Vivendi Village, Prisma Media) sur lesquelles reposent des enjeux de concurrence et de stratégie industrielle, avec à la clef de possibles impacts sur les corps sociaux des activités concernées.

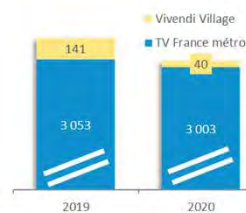
81

Les activités de Groupe Canal+ en France métropolitaine sur la TV en clair, les activités *Live* de Vivendi Village et Prisma Media constituent des activités proches des pôles News et Live Entertainment de Lagardère

► Lagardère – Chiffre d'affaires Autres activités, M€



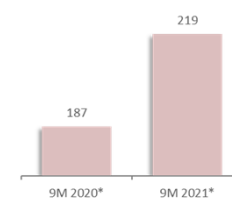
► Vivendi - Chiffre d'affaires TV France métropolitaine et Vivendi Village, M€



L'activité de Groupe Canal+ en France métropolitaine repose essentiellement sur la TV payante. La TV gratuite (C8, CStar et CNews) ne représente qu'une part très minoritaire des revenus réalisés en France par Groupe C+.

Vivendi ne communique pas sur la segmentation des activités du Village. Un pôle constitué par les activités de billetterie, la gestion de salles de spectacle parisiennes, la production de tournées et un réseau de salles de cinéma en Afrique. Le pôle génère de fortes pertes, avec un très fort impact de la crise Covid.

► Vivendi - Chiffre d'affaires Prisma Media pro forma*, M€



* Prisma Media consolidé par VIV depuis le 1^{er} juin 2021. Données pro forma reflètent CA comme si l'acquisition avait eu lieu le 1^{er} janv.

Nouvellement intégré par Vivendi, Prisma est le leader de la presse magazine en France, avec une 20aine de marques de référence et 1 200 salariés. Exception dans le paysage français de la presse, Prisma est largement profitable, avec une marge d'EBITA à 9 % du chiffre d'affaires sur S1'21

82

Quels scénarios post-OPA pour les autres activités de Lagardère ? Vivendi n'a pas dévoilé ses intentions. Mais la logique gestionnaire militerait pour le rapprochement entre les pôles d'activité complémentaires, afin de faire jouer les synergies. Des rapprochements qui pourraient avoir des conséquences sociales

Pôles Lagardère	Contexte	Commentaires Sextant
Radio	Un pôle radio en fortes pertes chez Lagardère, notamment sur Europe 1. Une activité TV en clair déficitaire chez C+. Agrément préalable de l'ARCOM nécessaire, suite au changement de contrôle sur les radios de Lagardère titulaires d'une autorisation d'utilisation de fréquences. Un dossier politique, dans un contexte de concentration des médias en France, d'autant plus sensible au vu de l'orientation éditoriale de CNews, et des rapprochements opérés entre cette dernière et Europe 1, ce avant la prise de contrôle effective de Vivendi sur Lagardère. Aucune visibilité sur les intentions de Vivendi vis-à-vis des radio musicales de Lagardère, même si synergies envisageables avec la chaîne CStar de Groupe C+.	Pas d'enjeu de concurrence en tant que tel, mais dossier hautement politique. Des conséquences sociales fortes déjà perceptibles chez Europe 1, avec un scénario "à la iTélé". Un rapprochement des radios de Lagardère avec Groupe C+ et son pôle Free TV s'avère fort probable, si ce n'est juridiquement, au moins dans les faits, pour faire jouer les "synergies" par ailleurs déjà en cours de déploiement entre CNews et Europe 1. Au-delà des aspects éditoriaux, des synergies de coûts et de revenus doivent être trouvées par Vivendi, afin de réduire l'hémorragie des pertes chez Europe 1 et réduire celles du pôle Free TV de C+. Vivendi devra dévoiler ses ambitions sur le pôle Radio de Lagardère, en ce inclus les activités de régie publicitaire, et leurs conséquences sociales.
Live Entertainment	Des activités fortement complémentaires entre Vivendi Village et Lagardère Live Entertainment (LLE), tant sur la gestion des salles de spectacle que sur la production d'artistes et de tournées, mais aussi sur la billetterie	Enjeux de concurrence très faibles. Des synergies qui seraient d'autant plus aisées à déployer avec un rapprochement juridique entre Vivendi Village et LLE. Vivendi n'a pas dévoilé ses intentions sur ce champ, ni les éventuelles conséquences sociales d'un tel scénario
Presse	Ensemble JDD / Paris Match en pertes. Très forte profitabilité des licences Elle. Bon niveau de marge chez Prisma.	JDD et Paris Match "fleurons" de la presse hebdomadaire française, avec un fort pouvoir d'influence. Enjeux concurrentiels faibles, voire nuls. Avec les licences Elle, Vivendi récupère un très bel actif, assez peu connu et mal valorisé. Au-delà des cas spécifiques du JDD et de Paris Match, où les aspects "influence" peuvent être supérieurs à la rationalité économique, un rapprochement entre les licences Elle et Prisma ferait sens économiquement.
Lagardère Paris Racing	Lagardère Paris Racing géré en concession par Lagardère depuis 2006 pour une période de 20 ans. Activité profitable en "temps normal".	Pas de synergie avec les activités de Vivendi, ni avec celles de Lagardère d'ailleurs. Vivendi n'a pas dévoilé ses intentions.
Corporate	PSE chez Lagardère Ressources en 2020. Forte réduction des coûts corporate de Lagardère depuis 2019, avec un objectif à 35 M€ fixé pour 2022	Avenir du pôle Corporate de Lagardère dépendant du caractère plausible ou non du scénario de "maintien de l'intégrité du groupe". Les équipes du siège de Vivendi possèdent un haut niveau d'expertise dans la gestion des activités régaliennes d'une holding. Le maintien d'une holding Lagardère signifie une cascade de décote de holding pour Groupe Bolloré, ne militant pas pour le caractère plausible de ce scénario.

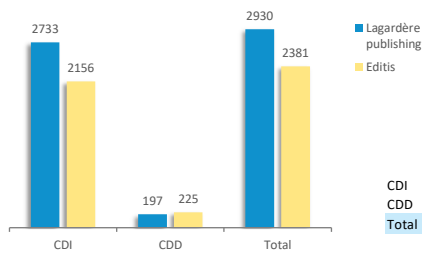


Analyse sociale du projet

La structure d'effectifs par type de contrat est comparable entre Lagardère Publishing et Editis, bien que cette dernière, à date, semble recourir davantage aux CDD

Édition

► Répartition de l'effectif de chacune des entreprises par type de contrat



DONNÉES MANQUANTES CONCERNANT EDITIS

- La comparaison entre les deux sociétés n'est possible que sur les contrats CDI et CDD (à l'exclusion donc de l'alternance, des stagiaires...).

	Lagardère	Editis
CDI	93%	91%
CDD	7%	9%
Total	100%	100%

Dans les deux entreprises, le recours aux CDI est très largement majoritaire.

Liminaire méthodologique

Manque de granularité concernant les données du groupe Editis : la comparaison avec Lagardère publishing n'est possible qu'à l'échelle des sociétés et non des métiers

Édition

► Répartition de l'effectif CDI selon l'activité prévalente de l'entreprise d'appartenance (ou de la division concernant l'entité Hachette Livre)

	Lagardère	Editis
Maisons d'édition - livre	1402	978
Éducation, scolaire	733	519
dont dictionnaire	139	?
Littérature générale	329	324
dont poches	60	91
Livres illustrés	340	135
Maisons d'édition - autres	159	
Collections	49	
E-éducation	11	
Jeux mobiles	31	
Jeux de société	68	
Services communs	1172	1178
Distribution	733	937
Division commerciale	89	
Diffusion	20	57
Services centraux	330	184
dont DSI	83	?
Total général	2733	2156



MÉTHODOLOGIE DES RATTACHEMENTS

- Les rattachements aux activités dites « prévalentes » ont été faits :
 - D'après la colonne « Branche » de notre fichier pour Lagardère Publishing (branche identique pour tous les salariés d'une même entreprise dans la majorité des cas), corroborée par les informations disponibles sur Internet.
 - Concernant Editis, d'après l'activité principale de l'entreprise d'appartenance des salariés, identifiée via recherches web (sites des maisons, LinkedIn).

Par exemple :

- Chez Lagardère Publishing : **Larousse**.
- Chez Editis : impossible de distinguer Le Robert de la société SEJER à laquelle la maison appartient ; l'effectif du Robert est comptabilisé dans « Éducation ».
- Chez Lagardère Publishing : **Le livre de poche**.
- Chez Editis : **Univers Poche**.



NB : Une partie de l'effectif d'Interforum comptabilisé en Distribution est également mobilisée sur de la diffusion.

- Chez Lagardère Publishing : **Division Distribution incluant CTR (113 salariés) et une partie de Hachette Livre (620 salariés)**.
 - Chez Editis : **Interforum**.
- Chez Lagardère Publishing : **La Diff**.
 - Chez Editis : **Représentation Diffusion du Livre**.
- Chez Lagardère Publishing : « **Services centraux** » de Hachette Livre.
 - chez Editis : **Sogedif**.

La proximité de certaines entreprises du groupe Lagardère et du groupe Editis est particulièrement propice aux rapprochements

- Répartition de l'effectif CDI selon l'activité prévalente de l'entreprise d'appartenance (ou de la division concernant l'entité Hachette Livre)

	Lagardère	Editis
Maisons d'édition - livre	1402	978
Éducation, scolaire	733	519
dont dictionnaire	139	?
Littérature générale	329	324
dont poches	60	91
Livres illustrés	340	135
Maisons d'édition - autres	159	
Collections	49	
E-éducation	11	
Jeux mobiles	31	
Jeux de société	68	
Services communs	1172	1178
Distribution	733	937
Division commerciale	89	
Diffusion	20	57
Services centraux	330	184
dont DSI	83	?
Total général	2733	2156

HYPOTHÈSE 1 : MAINTIEN DE L'INTÉGRITÉ DE LAGARDÈRE

- L'objectif décrit par Vivendi est le maintien de l'intégrité du Groupe Lagardère : aucun rapprochement entre Editis et Lagardère Publishing n'est à l'ordre du jour même après les remèdes imposés par l'autorité de la concurrence.

HYPOTHÈSE 2 : RAPPROCHEMENTS DE SOCIÉTÉS

- Après les ajustements imposés par les remèdes, des rapprochements/mutualisations sont mis en place entre Editis et Hachette, notamment au niveau des services communs :
 - La distribution
 - La diffusion
- Et les services dits « centraux », au sein desquels on retrouve les fonctions support
- Nous estimons à environ 1 200 le nombre respectif de salariés Lagardère France et Editis qui pourraient être concernés par ces opérations. Ces chiffres sont des ordres de grandeur, les fichiers d'effectifs transmis ne permettant d'avoir un niveau de détail suffisant.

Ces scénarios pourraient embarquer des questions sociales profondes qu'il conviendra d'adresser le cas échéant

HYPOTHÈSE 1 : MAINTIEN DE L'INTÉGRITÉ DE LAGARDÈRE



Statu quo : les conditions de travail ne sont pas modifiées, aucune économie d'échelle n'est effectuée.

HYPOTHÈSE 2 : RAPPROCHEMENT DE SOCIÉTÉS ET OU MUTUALISATION DES COMPÉTENCES



RÉPERCUSSIONS POTENTIELLES SUR LES CONDITIONS DE TRAVAIL ET SUR L'EMPLOI

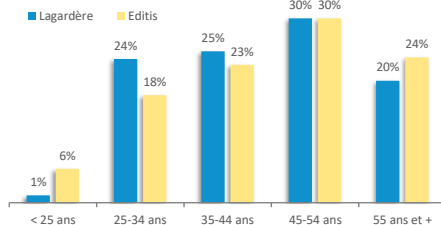
Dans l'hypothèse d'un rapprochement de sociétés ou de transferts de compétences d'une société à une autre (dans un but de mutualisation par exemple), il conviendra de s'interroger :

- Quelles répercussions sur les conditions de travail (lieu de travail...) ? Comment la répartition de la charge de travail sera-t-elle assurée ?
- Comment se répartiraient les clients internes sur les différents salariés, avec la question du maintien du suivi des dossiers, des relations et de la communication avec les maisons ?
- Existera-t-il des métiers « en surplus » ou en sous-effectif suite aux fusions ? Une rationalisation pourrait enfin être désirée, posant pour terminer la question du maintien à l'emploi des salariés des fonctions support, de la distribution et de la diffusion.

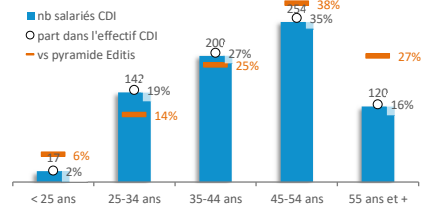
L'effectif Lagardère est globalement plus jeune et homogène que celui d'Editis. Sur l'un et l'autre groupe, on note des surreprésentations importantes des salariés de 45 ans et + sur la Distribution et les Services centraux

Édition

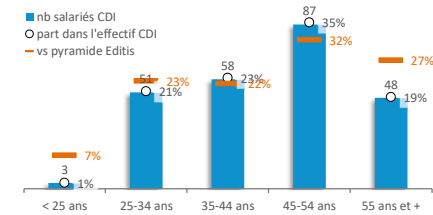
► Répartition de l'effectif CDI par tranches d'âge selon l'appartenance au groupe Lagardère publishing ou Editis



► Répartition de l'effectif CDI des sociétés dont l'activité prévalente est la Distribution par tranches d'âge



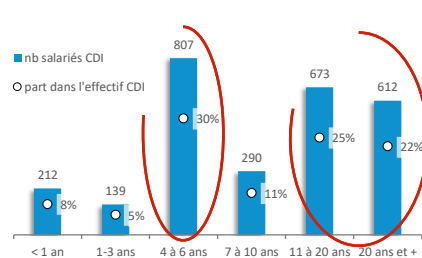
► Répartition de l'effectif CDI des Services centraux par tranches d'âge



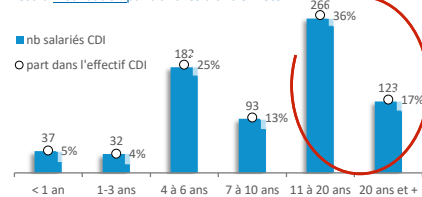
L'effectif de Lagardère est caractérisé par un nombre important de salariés disposant d'une ancienneté de plus de 10 ans. C'est un point de vigilance à prendre en compte en cas de réorganisation.

Édition

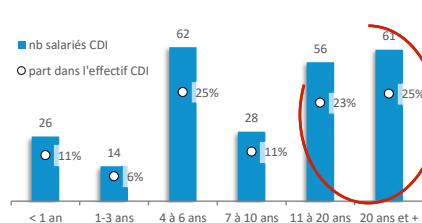
► Répartition de l'effectif CDI par tranches d'ancienneté chez Lagardère publishing



► Répartition de l'effectif CDI des sociétés dont l'activité prévalente est la Distribution par tranches d'ancienneté



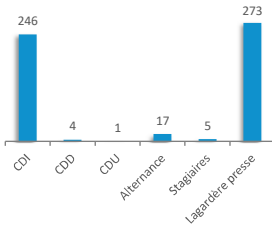
► Répartition de l'effectif CDI des Services centraux par tranches d'ancienneté



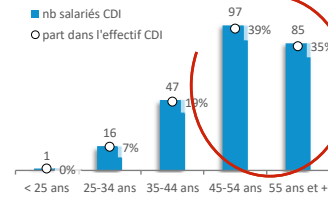
Le pôle Presse est caractérisé par un effectif majoritairement CDI, vieillissant et de forte ancienneté, notamment aux fonctions support

Presse

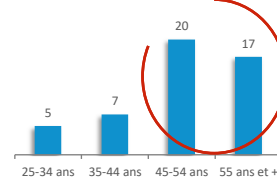
► Répartition de l'effectif presse par type de contrat



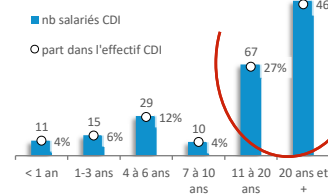
► Répartition de l'effectif CDI presse par tranches d'âge



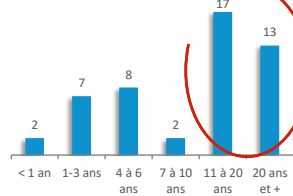
► Répartition de l'effectif CDI des fonctions support presse par tranches d'âge



► Répartition de l'effectif presse CDI par tranches d'ancienneté



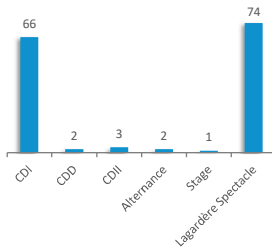
► Répartition de l'effectif CDI des fonctions support presse par tranches d'ancienneté



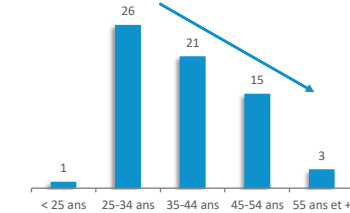
À l'inverse, le pôle Spectacle présente une pyramide des âges qui se renouvelle, avec un pic d'ancienneté entre 4 à 6 ans

Spectacle

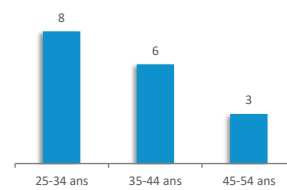
► Répartition de l'effectif spectacle par type de contrat



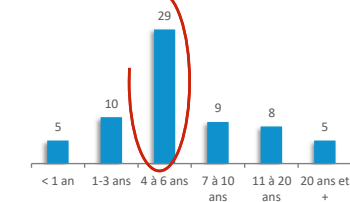
► Répartition de l'effectif spectacle CDI par tranches d'âge



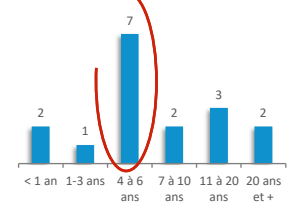
► Répartition de l'effectif CDI des fonctions support spectacle par tranches d'âge



► Répartition de l'effectif spectacle CDI par tranches d'ancienneté



► Répartition de l'effectif CDI des fonctions support spectacle par tranches d'ancienneté



Anticiper
les risques



Négocier
à armes égales



SEXTANT
EXPERTISE



Saisir
les opportunités

Vous souhaitez nous contacter, recevoir nos publications ou participer à nos événements,
rendez-vous sur notre site : www.sextant-expertise.fr

Annexe 2

Rapport de l'expert indépendant désigné par le Conseil d'Administration



Lagardère SA

Offre Publique d'Achat initiée par Vivendi SE sur les actions de Lagardère SA

Rapport de l'Expert Indépendant

21 mars 2022

Introduction

La société Vivendi SE (ci-après « Vivendi » ou l'« Initiateur ») a annoncé le dépôt le 21 février 2022 d'une Offre Publique d'Achat (l'« OPA » ou l'« Offre ») sur les titres de la société Lagardère SA (« Lagardère », la « Société » ou le « Groupe » en ce compris avec ses filiales) au prix de 25,50 € par action à titre principal (l'« Offre Principale »). Les droits à distribution sont attachés au prix de 25,50 € par action. Le prix de l'Offre Principale serait réduit à 25,00 € après la distribution du dividende de 0,50 € au titre des résultats 2021 proposé par la Société et dont le détachement est envisagé le 25 avril 2022, dans l'hypothèse où ce dividende serait approuvé par l'assemblée générale des actionnaires de Lagardère. Vivendi propose également à titre subsidiaire aux actionnaires de Lagardère de bénéficier d'un droit de cession de leurs actions au prix de 24,10 € par action jusqu'au 15 décembre 2023 (l'« Offre Subsidiaire »). Ce droit est soumis à un mécanisme de réduction proportionnelle qui permettrait à Vivendi, si le seuil de caducité de l'Offre (50% du capital ou des droits de vote de la Société) n'est pas atteint à l'issue de la première période d'Offre, de transférer vers l'Offre Principale la part des actions Lagardère apportées à l'Offre Subsidiaire pour atteindre le seuil de 51% du capital de la Société.

La Société a mis en place le 17 décembre 2021 un Comité *ad hoc* constitué de trois membres indépendants de son Conseil d'Administration, d'un représentant des salariés au Conseil d'Administration et du Président Directeur Général de Lagardère. Le Censeur et Directeur Général Délégué du Groupe a également participé aux réunions du Comité *ad hoc*, sans voix délibérative. Le Comité *ad hoc* a été chargé de suivre les travaux de l'Expert Indépendant qui doit apprécier l'équité des conditions financières offertes aux actionnaires de la Société.

Nous avons été désignés le 21 décembre 2021 par le Conseil d'Administration de la Société en qualité d'Expert Indépendant, sur recommandation du Comité *ad hoc*. Le présent rapport traite exclusivement de notre appréciation des conditions financières de l'Offre initiée par Vivendi.

Notre désignation dans le cadre de l'OPA a été effectuée sur le fondement de l'article 261-1 I du Règlement Général de l'Autorité des Marchés Financiers (« AMF ») au titre du risque de conflits d'intérêts au sein du Conseil d'Administration de la Société dans la mesure où l'Initiateur y est représenté, et de l'article 261-1 I, 4° en raison des opérations connexes à l'OPA susceptibles d'avoir un impact significatif sur l'appréciation des conditions financières de l'Offre initiée par Vivendi.

Nous avons effectué nos diligences selon les dispositions de l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF et de son Instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante (elle-même complétée de la Recommandation n°2006-15 de l'AMF en date du 28 septembre 2006, modifiée le 19 octobre 2006, le 27 juillet 2010 et le 10 février 2020). Nos diligences sont décrites en section 2 et Annexe 5 de notre rapport.

Notre mission ne relevait ni d'une mission d'audit, ni d'une mission d'examen limité des comptes de la Société, ni d'une mission de due diligence effectuée pour un prêteur ou un acquéreur et ne comporte pas tous les travaux nécessaires à ces types d'intervention. Elle n'avait donc pour objectif ni de formuler une opinion sur les comptes, ni de procéder à des vérifications spécifiques concernant le respect du droit des sociétés. Dans ce contexte, nous n'avons procédé à aucune diligence d'audit visant à vérifier la fiabilité des données historiques utilisées, nous appuyant à cet égard sur le rapport des commissaires aux comptes qui comporte une certification sans réserve sur les comptes annuels clos au 31 décembre 2021.

Nos travaux reposent sur certaines informations financières prospectives communiquées par la Société, en particulier le plan d'affaires, préparé par l'équipe de direction de Lagardère (la « Direction », ou les « Dirigeants ») en septembre 2021, approuvé par le Conseil d'Administration en décembre 2021 et ajusté mi-février 2022 (le « Plan d'Affaires »). Ces prévisions relèvent de sa seule responsabilité. Si nous avons analysé les hypothèses retenues, il ne nous appartenait pas de nous prononcer sur leur exactitude. Nous soulignons ici que les prévisions opérationnelles et financières sont par nature incertaines et dépendent de facteurs qui sont, pour partie, exogènes. Par conséquent, nous attirons l'attention du lecteur sur le fait que les performances réelles de Lagardère au cours des prochains exercices pourraient différer, éventuellement de manière significative, des prévisions sur lesquelles nos travaux reposent.

D'une manière générale, conformément à notre lettre de mission, les documents qui nous ont été communiqués ont été considérés comme raisonnablement exacts et exhaustifs et n'ont pas fait l'objet de vérifications particulières.

SOMMAIRE

1.	PRESENTATION DE L'OFFRE	5
1.1.	Contexte et termes de l'Offre	5
1.1.1.	Evolution de l'actionnariat de la Société	5
1.1.2.	Motifs de l'Offre	6
1.1.3.	Termes de l'Offre	7
1.1.4.	Cadre de notre nomination	8
1.1.5.	Titres visés par l'Offre	9
1.1.6.	Intentions de l'Initiateur au cours des 12 mois à venir	9
1.2.	Sociétés concernées par l'Offre	9
1.2.1.	Vivendi SE : société initiatrice	9
1.2.2.	Lagardère SA : société objet de la présente offre	10
2.	DILIGENCES EFFECTUEES	35
3.	EVALUATION DES ACTIONS DE LA SOCIETE LAGARDERE SA	36
3.1.	Méthodes d'évaluation écartées	36
3.2.	Méthodes d'évaluation retenues	36
3.3.	Eléments communs aux méthodes retenues	36
3.4.	Approche « somme des parties »	42
3.4.1.	Methodologie	42
3.4.2.	Evaluation de Lagardère Publishing	42
3.4.3.	Evaluation de Lagardère Travel Retail	49
3.4.4.	Evaluation des Autres Activités	56
3.4.5.	Conclusion de l'approche « somme des parties »	61
3.5.	Actualisation des flux de dividendes	61
3.6.	Références d'évaluation	64
4.	ANALYSE DE L'OFFRE SUBSIDIAIRE	69
5.	IMPACTS DE L'OFFRE	71
6.	ANALYSE DES ACCORDS CONNEXES	72
7.	ANALYSE DES TRAVAUX DES ETABLISSEMENTS PRESENTATEURS	73
8.	SYNTHESE DE NOS TRAVAUX	85
9.	ATTESTATION SUR LE CARACTERE EQUITABLE DU PRIX OFFERT	87

1. PRESENTATION DE L'OFFRE

1.1. Contexte et termes de l'Offre

1.1.1. Evolution de l'actionnariat de la Société

Situation fin 2017

La structure juridique et l'actionnariat de Lagardère ont significativement évolué ces dernières années. Les actionnaires de référence de la Société au 31 décembre 2017 étaient Qatar Holding LLC avec 13,0% du capital et Arnaud Lagardère avec 7,4%¹. La société Lagardère avait à cette date le statut juridique d'une société en commandite par actions dont les associés commandités étaient Arnaud Lagardère et Arjil Commanditée ARCO, société holding contrôlée par Arnaud Lagardère.

Entrée au capital de nouveaux actionnaires entre 2018 et 2020

Le fonds d'investissement Amber Capital a acquis des titres de la Société entre fin 2018 et juillet 2020², puis Vivendi entre mars 2020 et janvier 2021, et enfin Financière Agache (Groupe Arnault) entre août et septembre 2020 (directement dans le capital de la Société et indirectement via un investissement dans Lagardère Capital, société holding contrôlée par Arnaud Lagardère).

Au 31 décembre 2020, les actionnaires de référence de la Société étaient Vivendi avec 29,2% du capital, Amber Capital avec 19,9%, Qatar Holding LLC avec 12,9%, Financière Agache avec 7,8% et Arnaud Lagardère¹ avec 7,3% (ces deux derniers agissant de concert depuis mai 2020). Vivendi et Amber Capital avaient pour leur part annoncé la conclusion d'un pacte d'actionnaires en août 2020.

Vivendi a poursuivi l'acquisition de titres Lagardère jusqu'au 29 janvier 2021 portant sa participation à 29,3% du capital. Vivendi n'a plus acheté d'actions Lagardère sur le marché après cette date.

Transformation du statut juridique de Lagardère

Le statut juridique de Lagardère a évolué en 2021 en passant d'un statut d'une société en commandite par actions à celui d'une société anonyme (« SA ») à conseil d'administration. Ce changement a été proposé le 27 avril 2021 par les gérants-commandités aux actionnaires de référence de la Société. La transformation en SA a pris effet le 30 juin 2021 à la suite de l'assemblée générale du Groupe. Les associés commandités ont été indemnisés de la perte des droits attachés à leur statut par l'attribution de 10 millions d'actions Lagardère SA nouvellement émises. Le nombre d'actions de la Société est par conséquent passé de 131,1 millions à 141,1 millions.

Au 30 juin 2021, les actionnaires de référence de la Société étaient Vivendi avec 27,2% du capital, Amber Capital avec 18,5%, Arnaud Lagardère³ avec 13,8%, Qatar Holding LLC avec 11,5% et Financière Agache avec 7,2%.

Accord pour l'acquisition de la participation d'Amber Capital par Vivendi et projet d'Offre

Le 10 septembre 2021, Amber Capital a indiqué à Vivendi son intention de céder l'intégralité de ses actions Lagardère (le « Bloc ») et a demandé à Vivendi de formuler une offre de prix pour ces actions conformément au pacte d'actionnaires conclu en août 2020. Vivendi a proposé un prix de 24,10 € par action (dividendes ordinaires éventuels détachés) et un contrat d'acquisition du Bloc a été signé le

¹ Directement et indirectement via les sociétés suivantes qui sont contrôlées par Arnaud Lagardère : LM Holding, Lagardère SAS et Lagardère Capital

² Amber Capital avait acquis des titres Lagardère dès 2016 mais dans un quantum non significatif

³ Arnaud Lagardère, LM Holding, Lagardère SAS, Lagardère Capital et Arjil Commanditée ARCO

14 septembre 2021. L'acquisition du Bloc devait être réalisée par Vivendi avant le 15 décembre 2022, une fois les autorisations requises par la réglementation en vigueur obtenues.

Vivendi a annoncé le 15 septembre 2021 qu'il détiendrait, à l'issue de l'acquisition du Bloc, 45,1% du capital de la Société, dépassant ainsi le seuil de 30% du capital de la Société. Ce franchissement déclenche le dépôt à titre obligatoire d'une offre publique d'achat visant l'intégralité des actions Lagardère non détenues.

Fin du concert entre Arnaud Lagardère et Financière Agache

Le 14 octobre 2021, Arnaud Lagardère et Financière Agache ont annoncé la fin de leur action de concert vis-à-vis de la Société suite à l'attribution à Financière Agache de titres Lagardère SA détenus par Lagardère Capital, en contrepartie de l'annulation de la participation de Financière Agache dans Lagardère Capital.

A l'issue de cette opération, Arnaud Lagardère et Financière Agache détenaient respectivement environ 11,1% et 10,0% du capital de la Société.

Acquisition du Bloc par Vivendi

Vivendi a *in fine* acquis le Bloc le 16 décembre 2021 au prix de 24,10 € par action. La finalisation de cette acquisition est intervenue avant l'octroi des autorisations réglementaires des autorités de la concurrence. Vivendi n'exercera cependant pas les droits de vote attachés aux actions du Bloc acquises et aux actions qui seraient acquises dans le cadre de l'Offre jusqu'à autorisation de la prise de contrôle de Lagardère par les autorités de concurrence, de sorte que la participation de Vivendi dans Lagardère s'établira, durant cette période, à 22,36% des droits de vote théoriques de la Société.

Aucune autre évolution significative de l'actionnariat de la Société n'est intervenue depuis le 16 décembre 2021.

Au 31 décembre 2021, les actionnaires de référence de la Société étaient Vivendi avec 45,1% du capital, Qatar Holding LLC avec 11,5%, Arnaud Lagardère avec 11,1% et Financière Agache avec 10,0%.

Synthèse de l'évolution récente de l'actionnariat de Lagardère

Actionnaires	31 décembre 2017		31 décembre 2020		30 juin 2021		31 décembre 2021	
	Nombre d'actions ⁽¹⁾	% du capital	Nombre d'actions ⁽¹⁾	% du capital	Nombre d'actions ⁽¹⁾	% du capital	Nombre d'actions ⁽¹⁾	% du capital
Vivendi	-	-	38,3	29,2%	38,4	27,2%	63,7	45,1%
Qatar Holding LLC	17,1	13,0%	16,9	12,9%	16,3	11,5%	16,3	11,5%
Arnaud Lagardère ⁽²⁾	9,7	7,4%	9,5	7,3%	19,5	13,8%	15,6	11,1%
Financière Agache	-	-	10,2	7,8%	10,2	7,2%	14,1	10,0%
Amber Capital	n.d.	< 5%	26,0	19,9%	26,1	18,5%	-	-
Autres actionnaires ⁽³⁾	104,4	79,6%	30,2	23,0%	30,7	21,7%	31,5	22,3%
Total	131,1	100,0%	131,1	100,0%	141,1	100,0%	141,1	100,0%

Source : Documents de référence de Lagardère et Projet de Note d'Information de l'Initiateur

Note (1) : En millions d'actions

Note (2) : Arnaud Lagardère, LM Holding, Lagardère SAS, Lagardère Capital et Arjil Commanditée - ARCO

Note (3) : Dont autocontrôle et actionnariat flottant

1.1.2. Motifs de l'Offre

Les motifs de l'Offre sont indiqués dans le projet de note d'information déposé auprès de l'AMF par l'Initiateur le 21 février 2022 (le « Projet de Note d'Information »). Le rapprochement de Lagardère avec Vivendi doit permettre de « développer un grand groupe de culture européenne et d'envergure

internationale, dans le secteur des médias, des contenus et de la communication, en combinant les activités de création, de production et de distribution », de « poursuivre des ambitions industrielles fortes par des investissements significatifs dans des contenus de qualité », de « saisir les opportunités de croissance externe dans les domaines où Lagardère opère [...] » et de « poursuivre des ambitions environnementales et sociétales [...] ». Le Projet de Note d'Information détaille également les motifs de l'Offre pour chacune des activités de Lagardère :

- Lagardère Publishing : L'Initiateur considère que les activités d'édition de Vivendi sont complémentaires de celles de Lagardère dans la mesure où Lagardère Publishing est très présent à l'international (notamment aux Etats-Unis et au Royaume-Uni) à l'inverse de Vivendi puisque Eritis est principalement présent en France. Le rapprochement doit permettre de rivaliser avec les concurrents internationaux sur le segment de l'éducation et de mieux résister au poids d'Amazon dans le secteur.
- Lagardère Travel Retail : Le rapprochement entre Vivendi et Lagardère permettra selon l'Initiateur d'assurer le rétablissement de cette activité qui a été fortement impactée par la pandémie et qui pourra s'appuyer sur un actionnaire solide.
- Lagardère News et Media : Les biens et services culturels de Vivendi seraient « harmonieusement complétés par les activités de radio et de presse d'information de Lagardère ».

Le Projet de Note d'Information précise que le rapprochement entre Vivendi et Lagardère qui résulterait de la réalisation de l'Offre est soumis aux règles de contrôle des concentrations, et notamment celles de l'Union Européenne. L'Initiateur envisage d'obtenir l'autorisation de la Commission européenne au second semestre 2022. La réalisation de l'Offre n'est pas conditionnée à l'obtention de cette autorisation, qui pourrait être assortie de mesures de cessions imposées de certaines activités.

1.1.3. Termes de l'Offre

Les termes de l'Offre Principale et de l'Offre Subsidaire sont précisés dans le Projet de Note d'Information.

« En application de l'article 231-13 du Règlement Général de l'AMF, les Etablissements Présentateurs agissant pour le compte de l'Initiateur, ont déposé le 21 février 2022 auprès de l'AMF le projet d'Offre sous la forme d'une offre publique d'achat ainsi que le Projet de Note d'Information relatif à l'Offre.

L'Offre revêt un caractère obligatoire et sera réalisée selon la procédure normale en application des articles 232-1 et suivants du Règlement Général de l'AMF. Elle ne sera pas suivie d'une procédure de retrait obligatoire.

L'Offre et le Projet de Note d'Information restent soumis à l'examen de l'AMF. »

Offre Principale

Le Projet de Note d'Information précise les termes de l'Offre Principale :

« A titre principal, l'Initiateur s'engage irrévocablement auprès des actionnaires de la Société à acquérir toutes les actions Lagardère qui seront présentées à l'Offre Principale pendant une période d'au moins 25 jours de négociation, à un prix en numéraire de 25,50 € (droits à distribution attachés) ».

Vivendi avait initialement annoncé le 9 décembre 2021 son intention de proposer un prix d'Offre de 24,10 € par action (droits à distribution attachés), en ligne avec le prix d'acquisition des titres du Bloc.

Le 18 février 2022, Vivendi a annoncé relever le prix de l'Offre Principale à 25,50 € (droits à distribution attachés).

Offre Subsidiaire

« A titre subsidiaire, en contrepartie de leur renonciation à leur droit de participer à l'Offre Principale, l'Initiateur s'engage irrévocablement à attribuer aux actionnaires de la Société qui présenteront leurs actions de la Société à l'Offre Subsidiaire et les conserveront jusqu'à la date (incluse) de clôture de l'Offre, le cas échéant Réouverte, un Droit de Cession par action présentée à l'Offre Subsidiaire. Chaque Droit de Cession leur permettra de céder, durant la Période d'Exercice, une action de la Société à l'Initiateur au prix de 24,10 € payable en numéraire. Aucun ajustement de ce prix ne sera réalisé en cas de détachement d'un dividende ordinaire, en ce compris le dividende de 0,50 € dont le versement prévu au titre de l'exercice 2021 et le dividende ordinaire qui sera éventuellement versé au titre de l'exercice 2022 ».

Les titres apportés à l'Offre Subsidiaire seront néanmoins soumis à un « Mécanisme de réduction » qui sera mis en œuvre si l'Initiateur ne détient pas un nombre d'actions représentant une fraction du capital ou des droits de vote de la Société supérieure à 50% (le « Seuil de Caducité ») à l'issue de la première période d'Offre. Le Mécanisme de réduction est détaillé dans le Projet de Note d'Information :

« Dans le cas où le nombre d'actions apportées à l'Offre Principale lors de la première période d'Offre serait insuffisant pour permettre à l'Initiateur d'atteindre le Seuil de Caducité, l'Initiateur acquerra en numéraire au prix de l'Offre Principale la quotité d'actions présentées à l'Offre Subsidiaire nécessaire pour atteindre 51% du capital de la Société existant à la date de clôture de la première période d'Offre ».

Le Droit de Cession attribué pour chaque action apportée à l'Offre Subsidiaire et non soumise au Mécanisme de réduction sera cessible mais non négociable et ne fera l'objet d'aucune demande d'admission aux négociations sur un marché réglementé ou un système multilatéral ou organisé de négociation, en France ou à l'étranger.

1.1.4. Cadre de notre nomination

Le Conseil d'Administration de Lagardère a constitué le 17 décembre 2021 un Comité *ad hoc*, composé de Véronique Morali (présidente du Comité *ad hoc* et membre indépendant du Conseil d'Administration), Valérie Bernis (membre indépendant), Nicolas Sarkozy (membre indépendant), Pascal Jouen (membre représentant les salariés) et Arnaud Lagardère (Président Directeur Général de la Société). Pierre Leroy (Directeur Général Délégué de la Société et censeur du Conseil d'Administration) a également participé aux réunions du Comité *ad hoc* mais sans voix délibérative. Le Comité *ad hoc* a été chargé d'assurer le suivi des travaux de l'Expert Indépendant et de préparer un projet d'avis motivé sur l'Offre.

Nous avons été désignés le 21 décembre 2021 en qualité d'Expert Indépendant par le Conseil d'Administration de la Société, sur recommandation du Comité *ad hoc*, pour apprécier le caractère équitable des conditions financières de l'Offre. Cette nomination est fondée sur l'article 261-1 I Règlement Général de l'AMF au titre du risque de conflits d'intérêts au sein du Conseil d'Administration de la Société dans la mesure où l'Initiateur y est représenté, et de l'article 261-1 I, 4° en raison des opérations connexes à l'OPA susceptibles d'avoir un impact significatif sur l'appréciation des conditions financières de l'Offre.

Le présent rapport traite exclusivement de notre appréciation des conditions financières de l'Offre initiée par Vivendi sur les actions de Lagardère au prix de 25,50 € (droits à distribution attachés) à titre Principal, et à titre Subsidiaire du droit de céder à Vivendi les actions détenues au prix de 24,10 € jusqu'au 15 décembre 2023, sous réserve de l'application du Mécanisme de réduction.

1.1.5. Titres visés par l'Offre

A la date de dépôt de l'Offre, l'Initiateur détenait 63 693 239 actions Lagardère, soit 45,1% du capital.

Comme rappelé dans le Projet de Note d'Information qui nous a été remis, « *l'Offre porte sur la totalité des actions de la Société non détenues par l'Initiateur, soit, à la date du Projet de Note d'Information, un nombre total maximum de 77.786.007 actions de la Société* ».

Le tableau ci-dessous présente le détail des titres visés par l'Offre. Les nouvelles actions à émettre sont issues des plans d'attribution gratuite d'actions (« AGA ») dont les périodes d'acquisition et de conservation arrivent à échéance avant la date de clôture de l'Offre mais ne le sont pas encore à date.

Nombre d'actions visées par l'Offre	
Nombre d'actions existantes	141 133 286
(+) Nouvelles actions à émettre ⁽¹⁾	345 960
(-) Actions détenues par l'Initiateur	(63 693 239)
Actions Lagardère SA visées par l'Offre	77 786 007

Source : Projet de note d'information du 21 février 2021

Note (1) : Issues des plans d'attribution d'actions gratuites

1.1.6. Intentions de l'Initiateur au cours des 12 mois à venir

Les intentions commerciales et industrielles de l'Initiateur sont celles présentées à la section § 1.2 du Projet de Note d'Information sur les motifs de l'Offre :

« *Vivendi n'étant pas en mesure de présenter aux actionnaires de la Société la consistance que pourrait avoir le groupe Lagardère après mise en œuvre des remèdes nécessaires à l'obtention de l'Autorisation de la Commission européenne, les synergies attendues du rapprochement entre les deux groupes ne peuvent à ce jour pas être déterminées* ». Le périmètre exact de ces cessions éventuelles sera établi lors des discussions qui interviendront avec la Commission européenne. L'Initiateur estime que ces désinvestissements n'auraient pas d'impact sur le prix de l'Offre car « *l'Initiateur n'a identifié à ce jour aucune possibilité de cession d'actifs de la Société qui pourrait se traduire par des niveaux de prix supérieurs à celui reflété dans le prix d'Offre* ».

L'Initiateur considère que l'Offre ne devrait pas avoir d'incidence sur l'emploi au sein de la Société car il estime que la préservation et le développement du « *talent, du capital intellectuel et de l'implication des salariés* » de la Société est un facteur clé de la réussite de la Société.

L'Initiateur n'a pas l'intention de demander la mise en œuvre d'un retrait obligatoire des actions de la Société. Il n'a pas non plus l'intention de demander la radiation des actions de la Société d'Euronext.

1.2. Sociétés concernées par l'Offre

1.2.1. Vivendi SE : société initiatrice

Vivendi est une société de forme européenne à Directoire et Conseil de Surveillance dont le siège social est situé au 42 avenue de Friedland à Paris. Les actions de Vivendi sont admises aux négociations sur le compartiment A du marché réglementé d'Euronext Paris.

Vivendi est un groupe français spécialisé dans les médias (Canal +), l'édition (Editis), la communication (Havas), la presse magazine (Prisma) et les jeux vidéo (Gameloft). Vivendi détient également des participations dans Universal Music, Telecom Italia, Mediaset et Banijay, ainsi que dans Lagardère. Le

chiffre d'affaires 2021 s'est établi à 9,6 milliards d'euros pour un résultat opérationnel ajusté de 0,7 milliards d'euros.

Au 31 décembre 2021, le principal actionnaire de Vivendi était le groupe Bolloré avec 29,5% du capital.

1.2.2. Lagardère SA : société objet de la présente offre

1.2.2.1. Structure du capital

Le capital de Lagardère est composé à date de 141 133 286 actions ordinaires. Les salariés et les dirigeants ont par ailleurs bénéficié de plans d'AGA. Ces actions ont été attribuées mais n'ont pas encore été acquises définitivement. Elles constituent donc des actions additionnelles à émettre dans le futur par la Société. Une part de ces actions est néanmoins visée par l'Offre car elles seront acquises définitivement et cessibles d'ici la fin de la période d'ouverture de l'Offre. Des actions non cessibles d'ici la fin de la période d'ouverture de l'Offre sont également visées par l'Offre Subsidaire dans la mesure où elles seraient (i) acquises avant la fin de l'Offre Réouverte et (ii) cessibles avant la fin de la période d'exercice du Droit de cession.

Structure du capital - Nombre d'actions

Vivendi	63 693 239
Qatar Holding	16 254 216
Arnaud Lagardère	15 611 486
Financière Agache	14 073 643
Auto-détention	1 159 503
Autres (dont salariés)	30 341 199
Actions existantes	141 133 286
Actions à émettre visées par l'Offre ⁽¹⁾	345 960
Autres actions non visées par l'Offre ⁽²⁾	1 298 059
Actions additionnelles à émettre	1 644 019

Source : *Projet de Note d'information et comptes 2021 de Lagardère*

Note (1) : *Acquises et cessibles avant la clôture de l'Offre*

Note (2) : *Acquises et cessibles après la clôture de l'Offre*

Le détail des droits à actions issus des plans d'AGA est présenté ci-dessous :

Plans d'AGA ⁽¹⁾	Plan 2	Plan 3	Plan 4	Plan 5	Plan 6	Total	Plan 7 ⁽⁵⁾
Date d'attribution	16 avr. 2018	8 avr. 2019	14 mai 2019	10 oct. 2019	24 sept. 2021		14 mars. 2022
Fin de la période d'acquisition	Français : 17 avril 2021 Autres : 17 avril 2022	Français : 9 avril 2022 Autres : 9 avril 2023	15 mai 2022	10 oct. 2022	24 sept. 2024		14 mars. 2025
Fin de la période de conservation	Français : 18 avril 2023 Autres : 17 avril 2022	Français : 10 avril 2024 Autres : 9 avril 2023	Salariés : 15 mai 2022 Gérance : 15 mai 2024	10 oct. 2022	24 sept. 2024		14 mars. 2025
Droits à actions à émettre au 31 décembre 2021							
Français	-	312 220	-	na	na	na	na
Autres	151 370	144 370	-	na	na	na	na
Actions	151 370	456 590	-	78 500	374 600	1 061 060	na
Actions de performance retenues ⁽²⁾	-	-	159 859	14 700	408 400	582 959	na
Autres actions de performance	30 220	-	68 511	6 300	-	105 031	na
Actions de performance	30 220	-	228 370	21 000	408 400	687 990	na
Total	181 590	456 590	228 370	99 500	783 000	1 749 050	860 000
<i>Dont visés par l'Offre ⁽³⁾</i>	<i>181 590</i>	<i>-</i>	<i>164 370</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>345 960</i>	<i>-</i>
Droits retenus (net de l'impact des conditions de performance)							
Actions	151 370	456 590	-	78 500	374 600	1 061 060	-
Actions de performance retenues	-	-	159 859	14 700	408 400	582 959	-
Total	151 370	456 590	159 859	93 200	783 000	1 644 019	-
<i>hors actions de performance 2021 ⁽⁴⁾</i>	<i>151 370</i>	<i>456 590</i>	<i>159 859</i>	<i>93 200</i>	<i>374 600</i>	<i>1 235 619</i>	<i>-</i>

Source : Projet de Note d'Information de l'Initiateur et informations de la Direction de Lagardère

Notes :

(1) : Le actions du Plan 1 ont déjà été acquises ou radiées

(2) : Déterminées par la Direction en fonction de critères de performance par plan et des projections du Plan d'Affaires

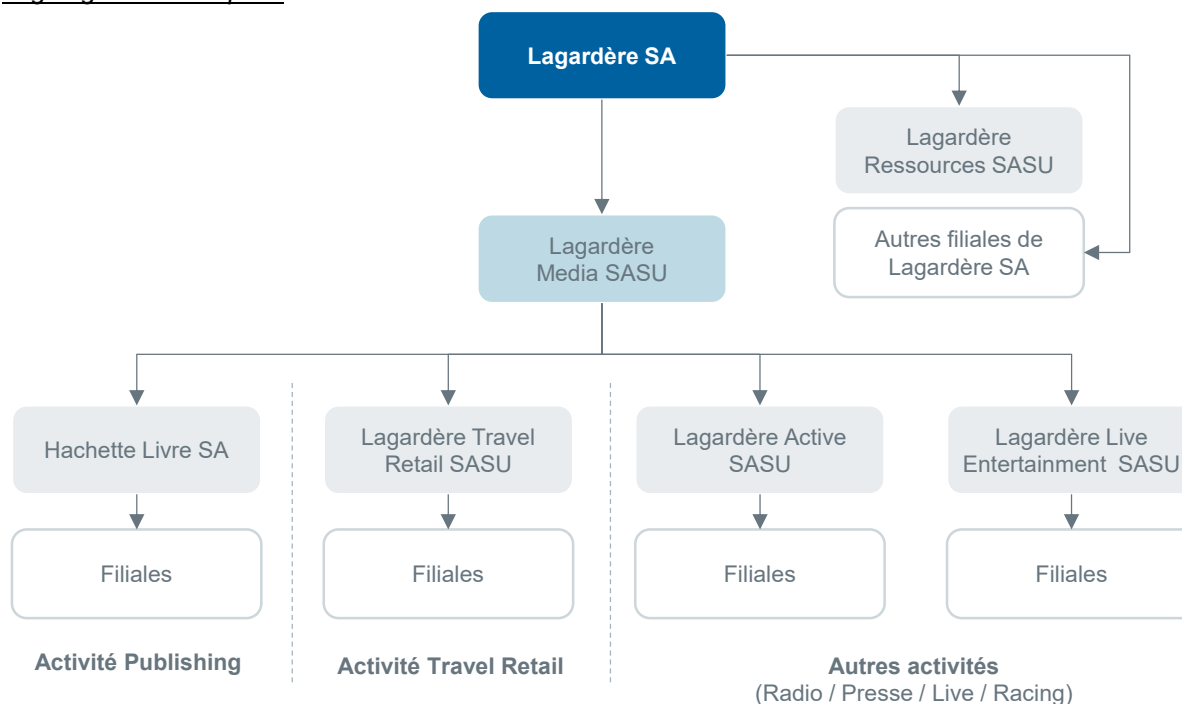
(3) : Tel qu'indiqué dans le Projet de Note d'Information

(4) : Donnée retenue par Lagardère pour l'impact dilutif des actions distribuées gratuitement sur le résultat net par action

(5) : Plan émis après la préparation du Plan d'Affaires et dont l'impact est intégré dans les prévisions de charges IFRS 2

Il n'existe pas d'autre titre ou instrument donnant accès au capital de la Société.

Organigramme simplifié



1.2.2.2. Historique

Création

Les origines du Groupe Lagardère remontent au XIX^e siècle avec la création par Louis Hachette de différentes sociétés d'édition. Les activités de distribution de livres et de presse sont lancées en gare d'abord puis dans les stations de métro à partir du début du XX^e siècle. Hachette lance le magazine Elle en 1945 puis fédère un grand nombre de maisons d'édition dans les années 1950 et 1960 comme Grasset, Fayard et Stock.

Rachat de Hachette par Matra en 1980

Hachette rencontre des difficultés dans les années 1970 et est finalement racheté en 1980 par Matra, groupe français alors dirigé par Jean-Luc Lagardère. Matra était historiquement spécialisé dans l'armement et s'était progressivement diversifié dans l'aéronautique, l'aérospatiale, l'automobile et les télécoms. L'enseigne « Relais H » est lancée en 1985 et Europe 1 est rachetée en 1986.

Création de la commandite

La Société est créée en 1992 avec le statut de société en commandite par actions. Elle agit comme société holding des activités Hachette-Matra. Le Groupe poursuit son développement dans la distribution et dans l'édition par des rachats en Amérique du Nord, en France et en Angleterre. Matra se rapproche ensuite d'autres sociétés françaises et européennes pour créer un groupe qui deviendra EADS puis Airbus.

Développement dans les années 2000

Le Groupe continue son expansion dans les années 2000 avec l'acquisition par sa branche Publishing d'acteurs de l'édition en France, en Europe et aux Etats-Unis (notamment une partie des maisons d'édition à l'international d'Editis mises en vente par Vivendi en 2002). Le Groupe entre au capital des Editions Albert René (éditeur d'Astérix) en 2008.

L'activité de services et de distribution (Lagardère Travel Retail) réalise des acquisitions aux Etats-Unis et se développe en Asie et en Océanie. Une participation dans Canal+ est également acquise. Le Groupe lance une branche « Sport » à la fin des années 2000 avec l'acquisition de Sport Five (gestion des droits sportifs) et d'autres actifs.

Cessions et recentrage

Le Groupe se recentre par la suite progressivement sur les activités Publishing et Travel Retail. La presse magazine étrangère est cédée en 2011, les participations minoritaires dans EADS et Canal+ en 2013 et 2014, le pôle télévision en 2019 et Lagardère Sport ainsi que Lagardère Studios en 2020. Des acquisitions significatives sont néanmoins réalisées en Travel Retail (Paradies en 2015, Hojeij Branded Foods en 2018 et International Duty Free en 2020) ainsi qu'en Publishing (Perseus en 2016 et Workman en 2021).

Le Groupe est désormais centré sur ses activités d'édition (Lagardère Publishing), de distribution en zones de transport (Lagardère Travel Retail). Le Groupe détient par ailleurs des actifs dans la presse et les médias notamment.

1.2.2.3. Présentation des activités de Lagardère

Le Groupe est présent dans plus de 40 pays et compte environ 27 000 collaborateurs. Il a dégagé un chiffre d'affaires de 5 130 m€ en 2021 et opère principalement sur deux branches d'activités :

- Lagardère Publishing, qui regroupe les activités d'édition de livres et d'e-publishing, 1^{er} éditeur de livres grand public et d'éducation en France et 3^{ème} dans le monde ; et
- Lagardère Travel Retail, qui regroupe les activités de commerce en zones de transport et concessions sur trois segments d'activités : *Travel Essentials*, *Duty Free & Fashion* et *Foodservice*.

Le Groupe détient par ailleurs les activités suivantes :

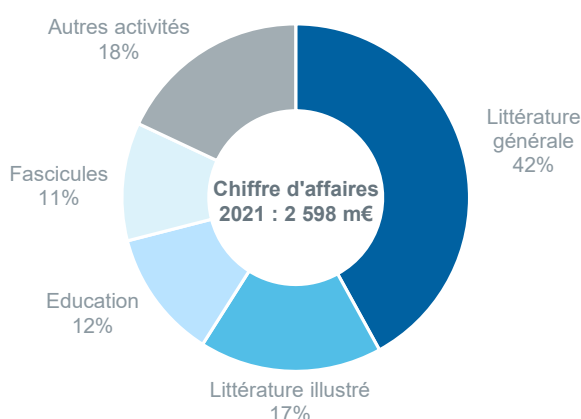
- Lagardère News (Paris Match, Le Journal du Dimanche, les licences de la marque Elle à l'international, Europe 1, Virgin Radio et RFM) ;
- Lagardère Paris Racing (concession) ; et
- Lagardère Live Entertainment, qui regroupe les activités de production de concerts et de gestion de salles de spectacles.

Présentation de l'activité Publishing

Lagardère Publishing regroupe les activités d'édition du Groupe.

La branche est présente dans les domaines de la littérature générale (42% du chiffre d'affaires 2021 de la branche), de l'illustré (17%), de l'éducation (12%), des fascicules (11%) et d'autres activités (18%), notamment les ouvrages de référence et les dictionnaires, la jeunesse, les jeux sur mobiles, les jeux de société et des activités de distribution de livres. Lagardère Publishing est donc présent dans trois grands bassins linguistiques (anglais, espagnol et français).

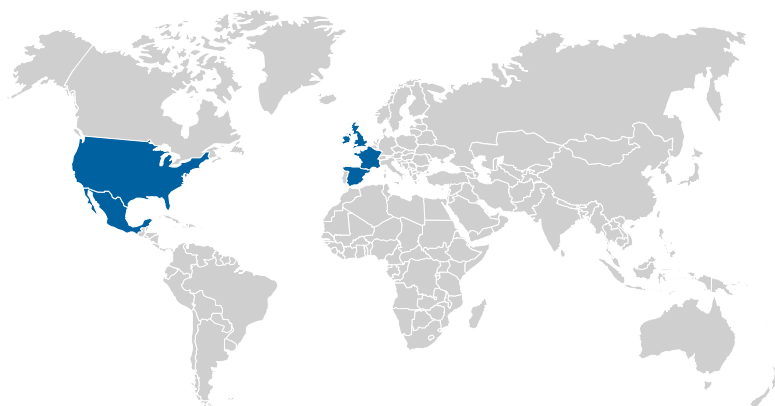
Répartition du chiffre d'affaires 2021 par activité



Source : Présentation des résultats 2021 de Lagardère

A travers la société Hachette Livre SA et ses filiales, Lagardère Publishing est principalement présent en France, au Royaume-Uni, aux Etats-Unis, en Espagne et au Mexique.

Principale présence géographique de Lagardère Publishing



Source : Lagardère

Lagardère Publishing, leader sur le marché français, est un acteur important aux Etats-Unis (quatrième plus grand éditeur en 2020) et au Royaume-Uni (deuxième plus grand éditeur avec 13,7% de part de marché du livre imprimé en 2020), bénéficiant d'une position de premier plan sur la vente des formats numériques. En Espagne et au Mexique, Lagardère Publishing est un acteur établi avec des marques renommées.

Chaque maison d'édition est responsable du processus de création et de décision éditoriales. Néanmoins, Lagardère Publishing dispose de fonctions centrales communes dans le cadre des négociations avec ses principaux clients et ses fournisseurs, notamment dans le domaine des technologies numériques, pour bénéficier d'économies d'échelle. Lagardère Publishing conduit une stratégie de développement à la fois par intégration horizontale (via des acquisitions) et par intégration verticale en proposant des services d'édition et de distribution.

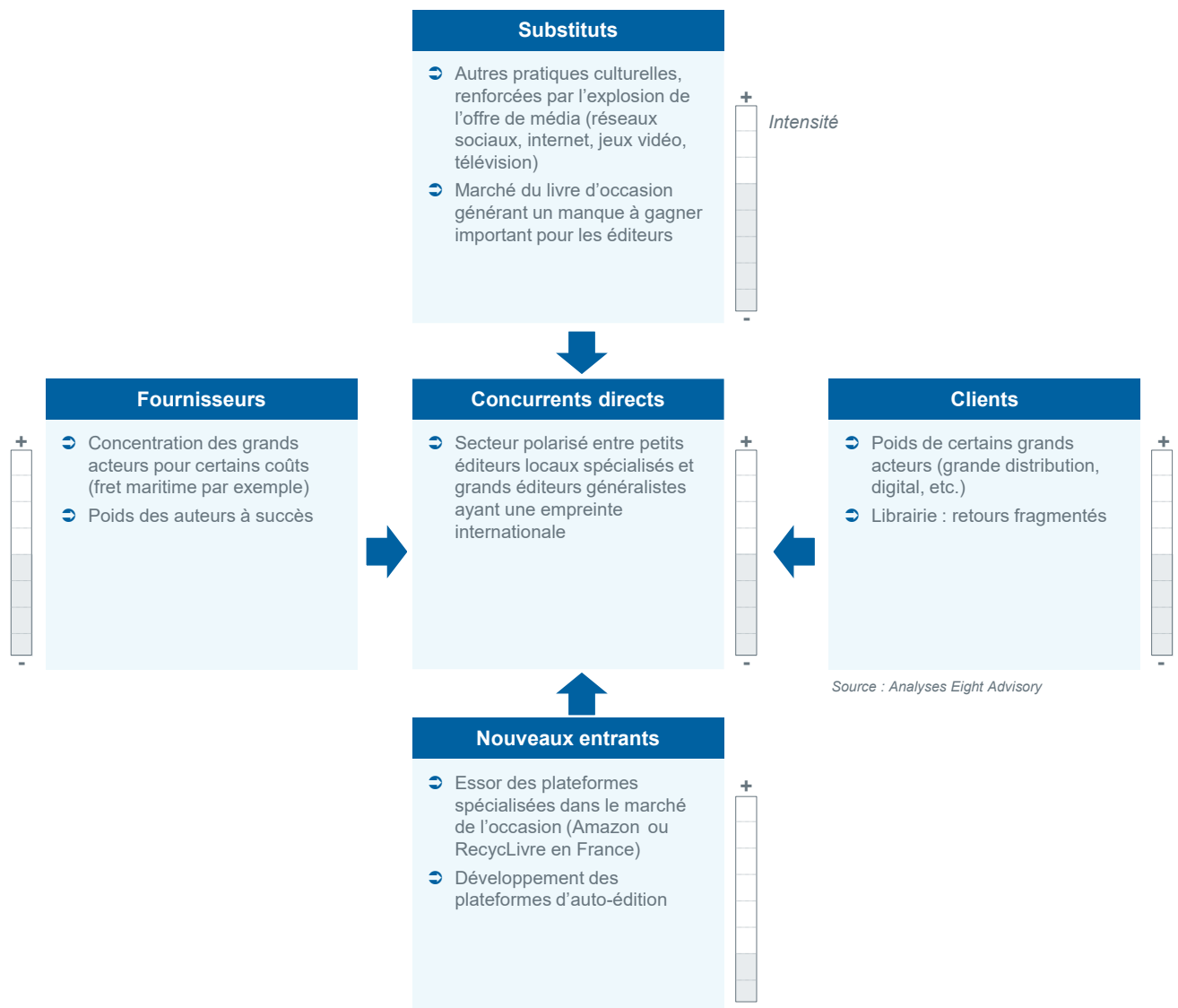
Dynamiques des marchés Publishing

En 2020, le marché mondial de l'édition a été touché par la crise sanitaire liée à l'épidémie de Covid-19 mais l'impact a été variable selon les géographies :

- En France, le marché a été impacté par le premier confinement et la fermeture des points de vente avec une baisse des ventes de livres à partir de mars 2020, mais a bénéficié d'un fort rebond en juin. Sur l'ensemble de l'année 2020, le secteur de l'édition a été résilient avec un recul de (2,4)% en moyenne du chiffre d'affaires des éditeurs. En 2021, le marché de l'édition a connu un rebond exceptionnel. Le marché français devrait subir un effet base défavorable en 2022, malgré la prolongation des effets du Pass culture.
- Sur les marchés anglo-saxons, Lagardère Publishing a profité de la forte croissance des ventes d'e-books et livres audio sur l'année 2020. Le secteur de l'édition a par ailleurs bénéficié de l'amélioration des conditions économiques globales à la suite de l'allègement des restrictions sanitaires en cours d'année.
- En Espagne, certaines régions n'ont pas renouvelé les manuels scolaires en 2020, entraînant une baisse significative de ce segment. Les ventes de livres ont néanmoins résisté aux confinements successifs, permettant une légère croissance du marché total en valeur.

Analyse de l'intensité concurrentielle de Lagardère Publishing

L'intensité concurrentielle de l'activité de Lagardère Publishing est moyenne et se caractérise par (i) une polarisation du secteur entre les grands acteurs et ceux de taille plus modérée et (ii) les enjeux à moyen terme liés au développement de nouveaux médias numériques (temps d'écran pour les réseaux sociaux, internet, télévision).



Matrice d'analyse SWOT de Lagardère Publishing

Les principales forces de Lagardère Publishing sont (i) sa position de leader dans le marché de l'édition en France et parmi les acteurs majeurs à l'international, (ii) la diversification de son portefeuille d'activités et (iii) les opportunités de croissance liées à la meilleure utilisation des portefeuilles de droits et au développement des marchés connexes (jeux mobiles et jeux de société).

La principale menace immédiate est liée à la hausse des coûts (matières premières, logistique et salaires) pouvant impacter le niveau de marge opérationnelle et à moyen terme, le risque d'érosion de la base des grands lecteurs avec la hausse du temps d'écran.

Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none"> ➔ Éditeur leader en France et dans le Top 3 mondial pour l'édition grand public et éducative ➔ Modèle intégré (édition, diffusion et distribution) ➔ Positionnement sur un secteur contracyclique (en croissance lors de la crise sanitaire) ➔ Portefeuille diversifié et équilibré qui couvre la majorité des produits de l'édition ➔ Dynamique de marché positive sur les BD et mangas 	<ul style="list-style-type: none"> ➔ Poids de certains grands clients aux Etats-Unis, au Royaume-Uni ou en France ➔ Faible croissance et rentabilité limitée en Espagne et au Mexique ➔ Activité liée aux réformes scolaires tributaire du calendrier et des commandes des autorités publiques
Opportunités	Menaces
<ul style="list-style-type: none"> ➔ Consolidation sectorielle en cours (aux Etats-Unis et sur le marché des jeux de société) ➔ Diversification vers des activités de loisirs annexes, adjacentes au monde de l'édition ➔ Amélioration de l'utilisation de la propriété intellectuelle (portefeuille de droits) ➔ Modernisation des plateformes logistiques 	<ul style="list-style-type: none"> ➔ Inflation des coûts (papier, logistique, salaires) ➔ Dépenses des ménages soumises aux arbitrages de consommation (inflation) ➔ Erosion de la base de grands lecteurs avec la hausse du temps d'écran ➔ Coûts de la poursuite du virage numérique ➔ Augmentation des taux de retours ➔ Dynamique du marché d'occasion

Sources : Analyses Eight Advisory sur la base des notes d'analystes financiers et des rapports annuels de Lagardère

Synthèse du profil stratégique de Lagardère Publishing

Dans un marché à intensité concurrentielle moyenne, la taille et la diversification du portefeuille de Lagardère Publishing sont une force stratégique. La branche devra faire face à court terme à la hausse des coûts et à moyen terme au risque d'érosion de la base de grands lecteurs avec la hausse actuelle du temps d'écran liée aux nouveaux médias numériques (réseaux sociaux, internet, etc.).

Impact du business model dans les comptes de Lagardère Publishing

De manière synthétique, le business model consiste à acquérir des droits d'auteur et éditer des œuvres, faire imprimer les livres, les diffuser et les distribuer.

Le chiffre d'affaires généré par Lagardère Publishing correspond principalement à la vente et la diffusion d'ouvrages, net des remises, commissions et provisions sur droits de retours le cas échéant.

Les droits de retours sont octroyés aux distributeurs au titre des ouvrages invendus et les provisions associées viennent en diminution du chiffre d'affaires. Elles sont comptabilisées (i) en autres passifs courants pour la part relative à la diminution du chiffre d'affaires, et (ii) en stocks et autres actifs courants

pour les parts relatives aux stocks et aux avances auteurs. La diminution du chiffre d'affaires est estimée en fonction des prévisions de ventes facturées au cours de l'exercice et des données historiques de retours.

Les charges opérationnelles intègrent principalement les coûts des matières premières (notamment papier), les coûts logistiques, les coûts de personnel et les droits d'auteur.

Le résultat opérationnel des sociétés intégrées (« Résop ») est le principal indicateur de rentabilité publié par la Direction. Il n'intègre pas les intérêts IFRS 16 sur les dettes de location immobilière, ni les amortissements des actifs incorporels liés aux acquisitions.

La variation du besoin en fonds de roulement intègre les effets du programme de cession de créances sans recours mis en place en décembre 2021 et dont l'impact s'élève à 182 m€ pour l'exercice réalisé 2021 (« FY21A ») et qui sera renouvelé sur les prochains exercices.

La charge d'investissement de Lagardère Publishing est limitée car l'intensité capitalistique de l'activité n'est pas très élevée. Les investissements sont essentiellement concentrés sur des projets logistiques et informatiques, représentant entre (1,3)% et (1,6)% du chiffre d'affaires de la branche entre 2019 et 2021, hors impact du projet logistique Imagine.

En 2021, les coûts de restructuration s'élevaient à (9) m€ pour Lagardère Publishing et correspondaient à la rationalisation des centres de distribution au Royaume-Uni, ainsi qu'à des coûts non récurrents en Espagne et en France.

	Agrégats	KPI 2019	KPI 2020	KPI 2021	Description et drivers
(+)	Chiffre d'affaires	2 384 m€	2 375 m€	2 598 m€	<ul style="list-style-type: none"> Volumes (x) prix net (remises et retours), cession de droits Croissance 2021 : mix favorable volumes et retours, et acquisition de Workman
(-)	Charges opérationnelles	(2 164) m€	(2 129) m€	(2 247) m€	<ul style="list-style-type: none"> Base de coûts : <ul style="list-style-type: none"> Variables : papier, impression, transport, droits d'auteur Fixes : charges de personnel (FTE)
=	Résop <i>Marge d'exploitation</i>	220 m€ <i>9,2% du CA</i>	246 m€ <i>10,4% du CA</i>	351 m€ <i>13,5% du CA</i>	<ul style="list-style-type: none"> Pic de la marge en 2021 grâce notamment à un mix favorable volumes et retours
(-)	Variation de BFR	(35) m€	(68) m€	(206) m€	<ul style="list-style-type: none"> Variation de BFR (impact de la cession de créances sans recours à partir de 2021)
(-)	Impôts payés	(43) m€	(50) m€	(76) m€	<ul style="list-style-type: none"> Impôts sur les sociétés
(-)	Investissements	(35) m€ <i>(1,5)% du CA</i>	(39) m€ <i>(1,6)% du CA</i>	(33) m€ <i>(1,3)% du CA</i>	<ul style="list-style-type: none"> Intensité capitalistique faible Investissements nets (projets logistiques et informatiques)
(-)	Autres éléments de flux de trésorerie	9 m€	(2) m€	12 m€	<ul style="list-style-type: none"> Eléments non cash (amortissements essentiellement)
=	Flux de trésorerie opérationnel	186 m€ <i>77% de l'EBITDA⁽¹⁾</i>	223 m€ <i>83% de l'EBITDA⁽¹⁾</i>	460 m€ <i>121% de l'EBITDA^{(1) (2)}</i>	<ul style="list-style-type: none"> Fort taux de conversion de l'EBITDA en flux de trésorerie

Source : Lagardère et analyses Eight Advisory

Note (1) : EBITDA pré-IFRS 16

Note (2) : Estimations

Performances financières historiques de Lagardère Publishing

Lagardère établit ses comptes consolidés selon le référentiel comptable international IFRS. A ce titre, le Groupe applique la norme IFRS 16 depuis le 1^{er} janvier 2019. La date de clôture est le 31 décembre de chaque année.

Publishing - en m€	FY14A	FY15A	FY16A	FY17A	FY18A	FY19A	FY20A	FY21A
Chiffre d'affaires	2 004	2 206	2 264	2 289	2 252	2 384	2 375	2 598
Croissance du CA (%)	(3,0)%	10,1%	2,6%	1,1%	(1,6)%	5,9%	(0,4)%	9,4%
Résop	197	198	208	210	190	220	246	351
Résop (en % du CA)	9,8%	9,0%	9,2%	9,2%	8,4%	9,2%	10,3%	13,5%

Source : Lagardère

La croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires s'est élevée à +3,8% sur la période 2014-2021. La croissance significative de +9,4% entre 2020 et 2021 est liée à l'effet positif de la sortie d'un album Astérix et l'intégration de Workman Publishing, société américaine acquise en septembre 2021, dans un contexte de forte demande pour tous les types de contenus (et plus particulièrement pour les mangas et les bandes dessinées) dans toutes les géographies.

La marge d'exploitation fondée sur le Résop ressort à un point haut historique en 2021 à 13,5%. Ce niveau historique est porté par une croissance exceptionnelle de l'activité liée en partie à la crise sanitaire, à un mix des ventes favorable, à l'effet mécanique sur les provisions de retours (retours 2021 inférieurs à la moyenne et volumes budgétés en baisse) et à la poursuite d'économies de coûts initiées avec la crise de Covid-19. Pour mémoire, depuis 2014, la marge d'exploitation s'établissait généralement entre 9% et 10%.

Présentation du Plan d'affaires de Lagardère Publishing

Le Plan d'Affaires couvre la période 2022-2024 (la « Période des Prévisions ») et a été construit selon une approche « *bottom-up* » par pays.

L'évolution prévisionnelle du chiffre d'affaires de Lagardère Publishing sur la Période des Prévisions repose sur les hypothèses suivantes :

- Le retour à un niveau d'activité normalisé en 2022, à la suite d'un exercice 2021 exceptionnel et atypique ;
- Un effet « année pleine » de Workman Publishing, société acquise en septembre 2021 ;
- Une activité soutenue dans les segments en forte croissance en 2021 (jeunesse, bandes dessinées, mangas) ; et
- Le redressement de certains segments significativement touchés par la crise de Covid-19 (notamment tourisme et parascolaire).

Par ailleurs, les plans d'économies initiés lors de la crise sanitaire devraient être poursuivis, notamment en Espagne et en Amérique Latine, accompagnés par des programmes d'optimisation immobilière sur toutes les géographies. Ces plans d'économies visent à contrebalancer l'impact attendu de la hausse des prix (matières premières et coûts salariaux) et de renégociations avec certains grands clients en partie prévues sur la Période des Prévisions.

Lagardère Publishing a également lancé le projet Imagine afin de moderniser l'organisation logistique existante dans le but d'améliorer la marge opérationnelle à horizon 2027.

Ainsi, le Plan d'Affaires de Lagardère Publishing sur la Période des Prévisions se traduit principalement par :

- Un taux de croissance annuel stable sur la période 2021-2024 (hors effet périmètre) ;
- Une légère amélioration de la marge de Résop de 2022 à 2024 ;
- Des charges de restructuration inférieures au niveau historique en pourcentage du chiffre d'affaires ;
- Une variation de BFR intégrant la normalisation des taux de retours et le maintien du programme de cession de créances mis en place fin 2021 ; et
- Des dépenses d'investissement stables, représentant en moyenne (2,5)% du chiffre d'affaires intégrant les investissements du projet Imagine.

Synthèse sur les enjeux du Plan d'Affaires de Lagardère Publishing

Agrégats	KPI BP	Enjeux
<p>Chiffre d'affaires</p>	<p>Croissance annuelle moyenne :</p> <p>2022-2024 : 1,8% par an</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Visibilité post Covid-19 : incertitude sur le niveau du repli du marché en 2022 après la reprise des autres activités culturelles (dont le maintien de la dynamique observée sur le segment jeunesse) • France / Royaume-Uni / Espagne : Incertitude sur le timing des réformes scolaires
<p>Analyse comparative : Historique de croissance : +3,8% entre 2014 et 2021 (croissance tirée par les acquisitions, donc à périmètre non constant) Comparables : +1,8% entre 2022 et 2023 ⁽¹⁾ mais Lagardère Publishing pâtit d'une base de comparaison plus défavorable que les autres éditeurs (pic 2021 de chiffre d'affaires plus important pour Lagardère Publishing)</p>		
<p>Résop</p> <p>Marge d'exploitation en % du CA</p>	<p>Légère progression entre 2022 (légèrement au dessus de 11%) et 2024</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Enjeux sur les volumes (cf. ci-dessus) • Incertitude sur le maintien des retours à un niveau favorable • Risques identifiés : Tensions sur les coûts papiers et sociaux (revalorisations salariales) et sur les marges au Royaume-Uni et aux Etats-Unis compte tenu des renégociations futures
<p>Analyse comparative : Historique de marge inférieure à 9,2% ⁽²⁾ entre 2014 et 2020 (cf. Performances financières historiques en page précédente) Comparables : marges inférieures à 9,7% ⁽²⁾ en 2023 ⁽³⁾</p>		

Source : Lagardère, Bloomberg et analyses Eight Advisory

⁽¹⁾ Analyse fondée sur (i) les sociétés cotées Mondadori et Bloomsbury, et (ii) les sociétés non cotées Editis et Harper Collins (prévisions non disponibles en 2024)

⁽²⁾ Retraité de l'impact lié à IFRS 16

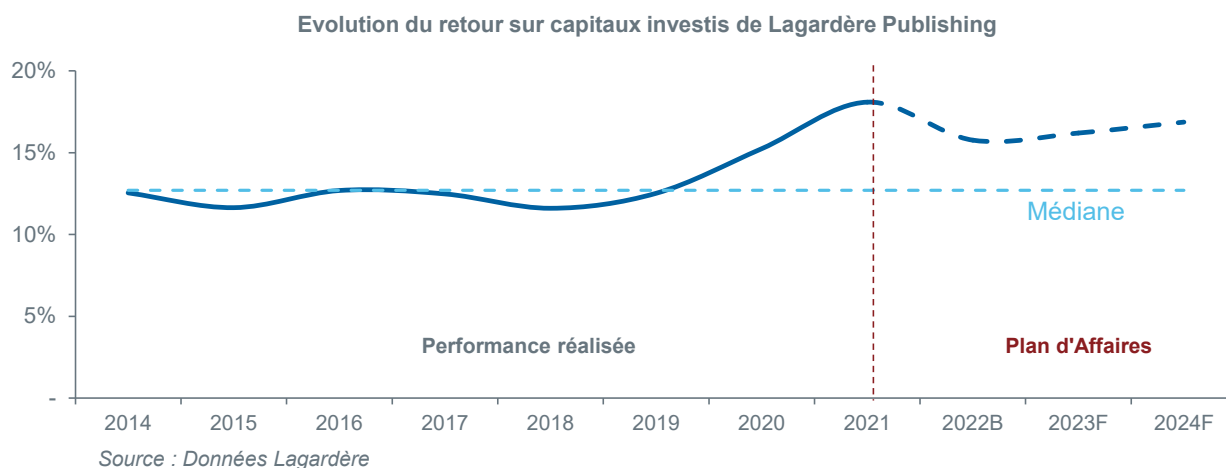
⁽³⁾ Analyse fondée sur Mondadori, Bloomsbury et Editis (prévisions non disponibles en 2024)

L'enjeu principal de l'hypothèse d'un chiffre d'affaires stable et du niveau de marge élevé est le niveau des volumes après la reprise des autres activités culturelles.

Les niveaux de marge d'exploitation demeurent significativement supérieurs aux niveaux observés (i) historiquement (cf. § Performances financières historiques en page précédente) et (ii) avec les sociétés comparables.

Le Plan d'Affaires est construit en partie sur certaines hypothèses ambitieuses de marges sur le Plan d'Affaires, dans un contexte marqué par une visibilité relativement faible sur le niveau du marché du livre une fois que la totalité des activités culturelles aura repris (théâtre, cinéma, voyage, etc.).

Le graphique ci-dessous présente l'évolution de la rentabilité des capitaux investis (« ROCE ») entre 2014 et 2024. On observe que l'objectif 2024 se rapproche plus d'un pic que d'un niveau représentatif de la performance sur 10 ans.

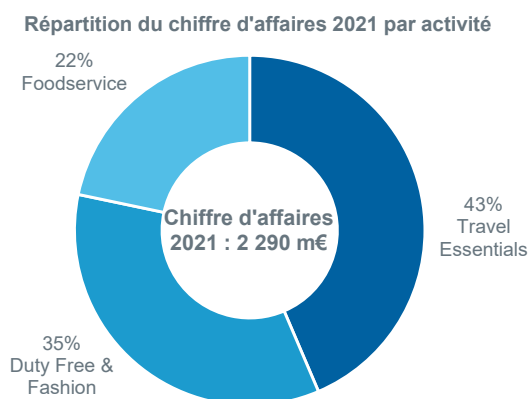


La Direction a déjà identifié des zones de risques dans le Plan d'Affaires avec notamment des tensions sur certains coûts opérationnels (papier et salaires) ainsi que des pressions sur les marges au Royaume-Uni et aux Etats-Unis liées à de possibles futures renégociations. Ces éléments n'ont été que partiellement captés dans le Plan d'Affaires.

Présentation de l'activité Travel Retail

Lagardère Travel Retail regroupe les activités de commerce en zones de transport et concessions sur trois segments d'activités :

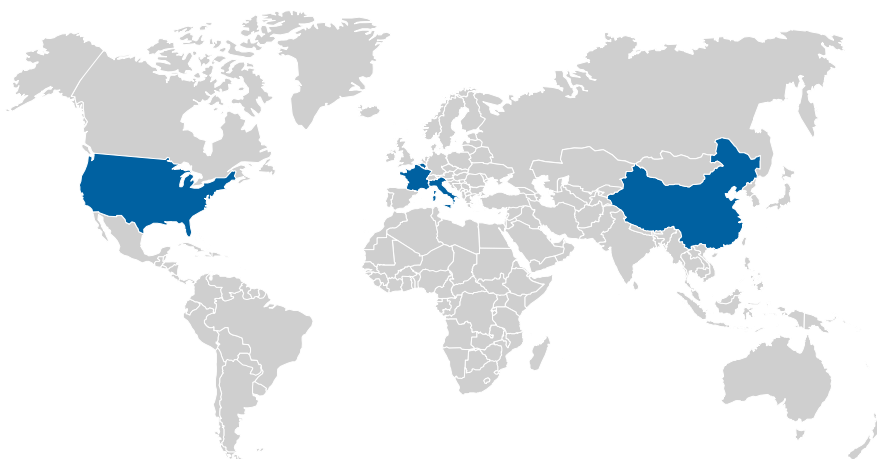
- *Travel Essentials* (respectivement 38% et 43% du chiffre d'affaires 2019 et 2021), notamment au travers des magasins Relay, Hubiz et 1Minute, commercialisant les essentiels du voyage, en gare ou aéroport ;
- *Duty Free & Fashion* (40% et 35%) au travers de points de vente proposant (i) des produits traditionnels (alcool, tabac, parfum), et (ii) des concepts spécialisés sous des enseignes en propre (notamment Aelia Duty Free, BuY Paris Duty Free, So Chocolate) ou au travers de marques partenaires ; et
- *Foodservice* (23% et 22%), l'activité de restauration en zones de transport, au travers de marques en propre (notamment So ! Coffee, Bread&Co, Trib's), et d'accords de franchise avec des marques internationales majeures.



Source : Présentation des résultats 2021 de Lagardère

Les activités de Lagardère Travel Retail sont implantées dans 39 pays avec plus de 4 850 points de vente, principalement en Europe, mais également en Amérique du Nord et sur la zone Asie-Pacifique.

Principaux pays contributeurs au Résop de Lagardère Travel Retail



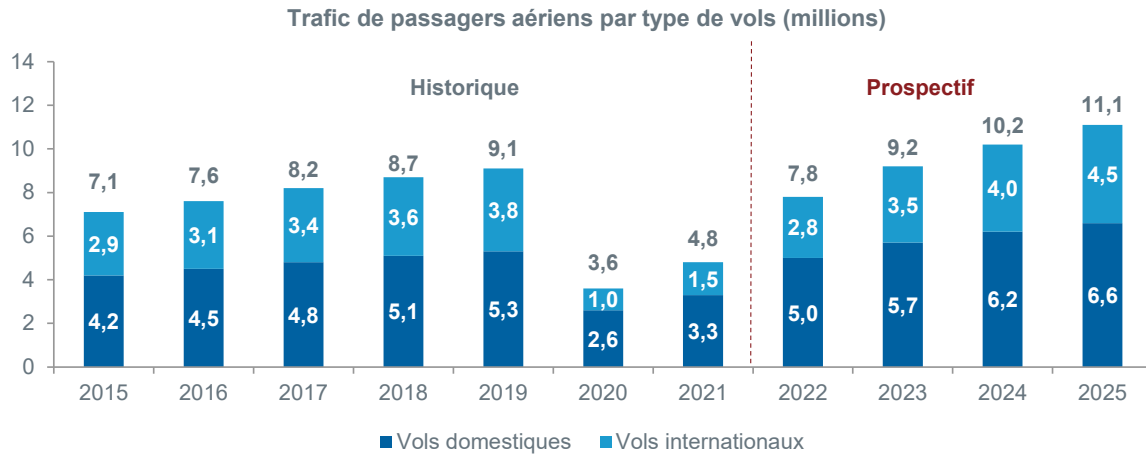
Source : Lagardère

Lagardère Travel Retail se positionne comme le 5^{ème} opérateur mondial de commerce en zones de transport, le 2^{ème} opérateur mondial dans les aéroports, et le 1^{er} acteur *pure player* présent sur les trois segments d'activité.

Dynamiques des marchés Travel Retail

La crise sanitaire du Covid-19 a conduit à une contraction importante de l'activité dans les secteurs de transport et de tourisme. Après une progression du trafic aérien de 6% en 2018 et 3% en 2019, l'année 2020 a été marquée par une chute de (53)% au niveau mondial. Les impacts ont été relativement semblables pour toutes les zones géographiques.

L'année 2021 est marquée par la reprise des vols domestiques, notamment aux Etats-Unis et en Chine. La reprise globale devrait être principalement tirée par cette reprise du trafic intérieur de passagers, alors que la reprise sera plus lente pour les voyages internationaux (au niveau mondial, le trafic intérieur représentait 58% du trafic total de passagers en 2019). Selon les études sectorielles consultées, le trafic mondial de passagers domestiques devrait atteindre les niveaux de 2019 à la fin de 2023, tandis que le trafic mondial de passagers sur les vols internationaux ne devrait retrouver les niveaux de 2019 qu'à la fin du troisième trimestre de 2024.

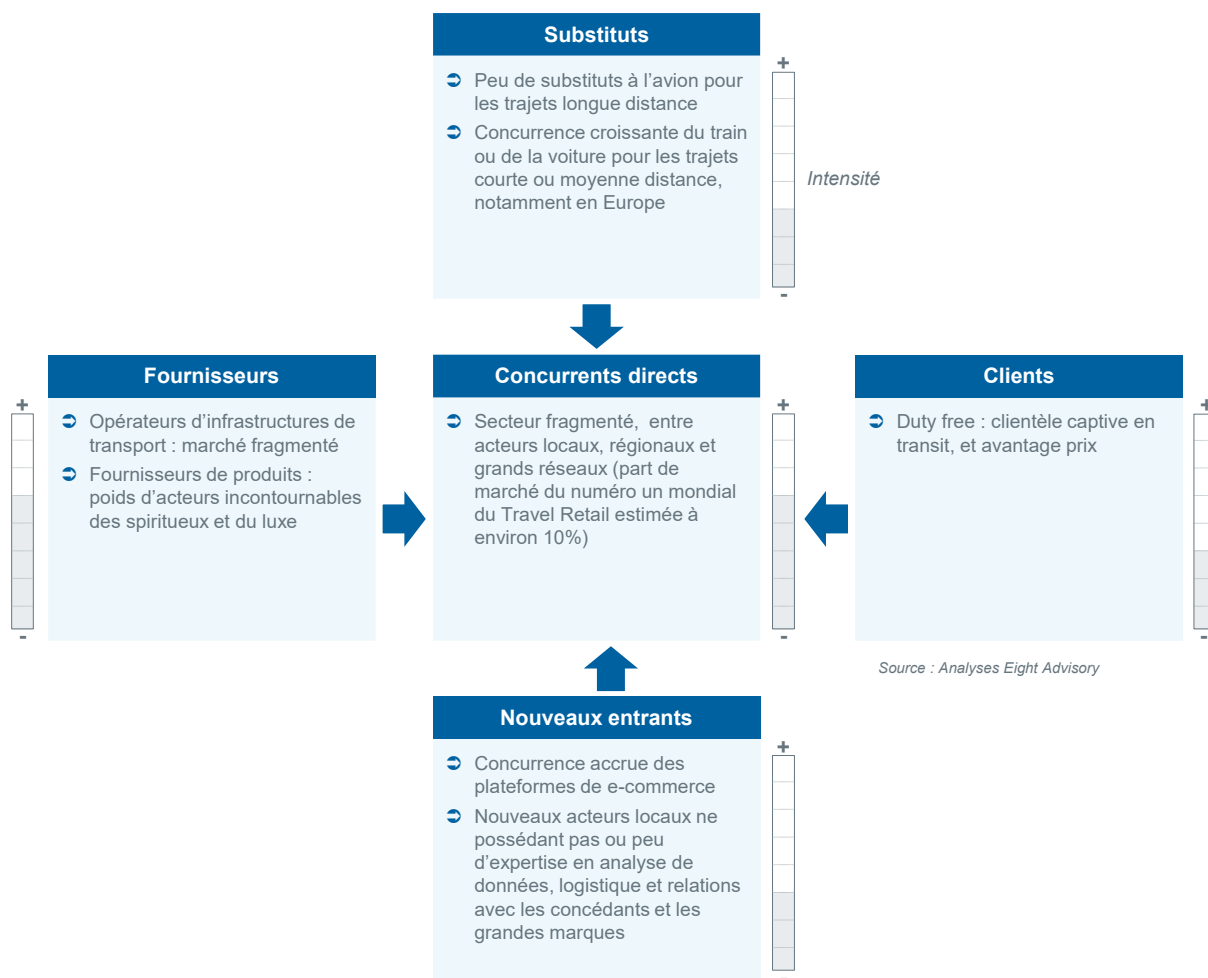


Source : ACI world

Il convient toutefois de noter que ces anticipations ont été établies avant le déclenchement du conflit en Ukraine. Ce dernier est de nature à réduire le transport aérien, même s'il est encore trop tôt pour en apprécier les conséquences de façon chiffrée.

Analyse de l'intensité concurrentielle de Lagardère Travel Retail

L'activité de Lagardère Travel Retail est caractérisée par une importante croissance attendue à moyen et long terme du trafic aérien et ferroviaire, croissance qui devrait profiter à un secteur très fragmenté, et en cours de consolidation. Le partage de la marge avec les concédants à l'avenir est également un enjeu significatif, notamment suite aux réductions accordées pendant la crise sanitaire.



Matrice d'analyse SWOT de Lagardère Travel Retail

Les principales forces de Lagardère Travel Retail sont (i) sa position parmi les acteurs majeurs de commerce en zones de transport, et particulièrement en aéroports, (ii) la diversification des segments, des canaux de distribution et des géographies adressés, (iii) sa capacité à gagner des appels d'offres et optimiser ses coûts.

La principale menace immédiate est le décalage de la reprise du trafic aérien, et de manière plus récurrente, l'évolution du portefeuille de concessions et les conditions associées.

Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none"> ➤ 5^{ème} opérateur mondial de commerce en zone de transport et 2^{ème} opérateur en aéroports ➤ Portefeuille le plus diversifié du marché : présence (i) sur les trois segments du marché, (ii) dans les infrastructures de transports (aéroports, gares), et (iii) sur tous les continents, notamment en Chine ➤ Capacité à optimiser et rationaliser les coûts démontrée pendant la crise sanitaire ➤ Portefeuille de marques fortes (Relay, Aelia Duty Free, So! Coffee) ➤ Relations fortes avec les concédants 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Forte exposition au trafic aérien, lui-même très sensible aux crises économiques, sanitaires et géopolitiques internationales ➤ Marges et donc conversion cash plus faibles que celles des sociétés comparables
Opportunités	Menaces
<ul style="list-style-type: none"> ➤ Croissance importante prévue pour le trafic aérien et les déplacements à moyen/long terme, notamment grâce au développement de la classe moyenne des pays émergents ➤ Consolidation du marché fragmenté du Travel Retail ➤ Positionnement en Asie du Nord, qui devrait être un relais de croissance important 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Possible prolongement de la crise sanitaire liée au Covid-19 ➤ Impact sur le trafic aérien international des sanctions à l'encontre de la Russie ➤ Durcissement des conditions contractuelles imposées par les opérateurs d'infrastructures de transport après la crise sanitaire ➤ Inflation des salaires et difficultés de recrutement

Sources : Analyses Eight Advisory sur la base des notes d'analystes financiers et des rapports annuels de Lagardère

Synthèse du profil stratégique de Lagardère Travel Retail

Dans un marché fragmenté à intensité concurrentielle moyenne, la taille et la diversification du portefeuille de Lagardère Travel Retail sont une force stratégique. L'activité bénéficie également de la capacité d'adaptation de son équipe de direction et de celle du Groupe à une situation de crise.

Impact du business model de Lagardère Travel Retail dans les comptes

De manière synthétique, le *business model* consiste à gagner des appels d'offres pour louer des concessions dans des infrastructures de transport, afin d'y implanter des magasins (ventes aux passagers sur différents segments).

Le chiffre d'affaires généré par Lagardère Travel Retail correspond principalement à la vente au détail en zones de transport et concessions, mais également à la commission nette perçue pour certains produits ou services.

Les charges opérationnelles intègrent principalement les loyers des contrats de concession, le coût des produits vendus, les coûts logistiques et les frais de personnel.

Le résultat opérationnel des sociétés intégrées (« Résop ») est le principal indicateur de rentabilité publié par la Direction. Il n'intègre pas les intérêts IFRS 16 sur les dettes de location immobilière, ni les amortissements des actifs incorporels liés aux acquisitions.

Les redevances payées aux concédants sont soit variables, soit fixes, soit variables avec un minimum garanti. La norme IFRS 16 ne s'appliquant qu'à la part fixe du loyer, le Groupe neutralise l'effet d'IFRS 16 sur le Résop pour les contrats de concession. Le Résop n'intègre pas les intérêts IFRS 16 sur les dettes de location immobilière, ni les amortissements des actifs incorporels liés aux acquisitions.

Les investissements de Lagardère Travel Retail portent essentiellement sur le financement d'ouvertures de nouveaux points de vente, sur leur rénovation, et sur des projets logistiques et informatiques. Ils représentent (3,7)% et (3,8)% du chiffre d'affaires de la branche respectivement en 2019 et 2021 (2020 n'étant pas représentatif du fait de la crise du Covid-19 et malgré les décalages réalisés).

En 2021, les coûts de restructuration s'élevaient à (2) m€ chez Lagardère Travel Retail (contre (36) m€ en 2020) et étaient principalement liés au plan de réduction de coûts engagés en 2020.

Agrégats	KPI 2019	KPI 2020	KPI 2021	Description et drivers
(+) Chiffre d'affaires	4 264 m€	1 720 m€	2 290 m€	<ul style="list-style-type: none"> Vente au détail : nb de passager (x) panier, commissions Impacts en 2020 et 2021 des fermetures liées au Covid-19
(-) Charges opérationnelles	(4 112) m€	(2 073) m€	(2 371) m€	<ul style="list-style-type: none"> Volumes (x) prix négociés Loyer des concessions : minimum garanti, loyer variable Charges de personnel (FTE)
= Résop Marge d'exploitation	152 m€ 3,6% du CA	(353) m€ (20,5)% du CA	(81) m€ (3,5)% du CA	<ul style="list-style-type: none"> Retail : faibles taux de marge rapportés au CA Impacts en 2020 et 2021 du Covid-19, malgré la réduction des coûts
(-) Variation de BFR	(13) m€	(108) m€	78 m€	<ul style="list-style-type: none"> Retail : besoin en fonds de roulement négatif Réduction en 2020 liée à la baisse d'activité, et reprise en 2021
(-) Impôts payés	(26) m€	(6) m€	- m€	<ul style="list-style-type: none"> Impôts sur les sociétés
(-) Investissements	(156) m€ (3,7)% du CA	(120) m€ (7,0)% du CA	(88) m€ (3,8)% du CA	<ul style="list-style-type: none"> Flux d'investissements nets Investissements significatifs liés aux gains de nouvelles concessions et points de vente
(-) Autres éléments de flux de trésorerie	117 m€	135 m€	121 m€	<ul style="list-style-type: none"> Eléments non cash (élimination des amortissements éventuellement)
= Flux de trésorerie opérationnel	74 m€ 26% de l'EBITDA ⁽¹⁾	(452) m€ n.m. ⁽²⁾	30 m€ n.m. ⁽²⁾	<ul style="list-style-type: none"> Faible taux de conversion de l'EBITDA en flux de trésorerie Covid-19 : flux négatif en 2020, légèrement positif en 2021 grâce au contrôle des coûts et du BFR

Source : Lagardère et analyses Eight Advisory

Note (1) : EBITDA pré-IFRS 16

Note (2) : Non pertinent, du fait de la crise sanitaire

Performances financières historiques de Lagardère Travel Retail

en m€	FY14A	FY15A	FY16A	FY17A	FY18A	FY19A	FY20A	FY21A
Chiffre d'affaires	3 814	3 509	3 695	3 412	3 673	4 264	1 720	2 290
Croissance du CA (%)	1,9%	(8,0)%	5,3%	(7,7)%	7,7%	16,1%	(59,7)%	33,1%
Résop	105	102	108	112	121	152	(353)	(81)
Résop (en % du CA)	2,7%	2,9%	2,9%	3,3%	3,3%	3,6%	(20,5)%	(3,5)%

Source : Lagardère

Le chiffre d'affaires a progressé de +2,3% en moyenne sur la période 2014-2019, porté par les opérations de M&A (notamment Paradies, Hojeij Branded Foods et International Duty Free), avant de chuter en 2020, du fait de la crise du Covid-19 et de la forte baisse de fréquentation des différentes infrastructures de transport. L'année 2021 est une année de reprise partielle des activités.

La marge de Résop a atteint son plus haut historique en 2019, à 3,6%, avant de passer à des niveaux négatifs en 2020 et 2021. Le niveau historique atteint en 2019 a notamment été permis par les différentes acquisitions réalisées sur la période 2015-2019.

Présentation du Plan d'affaires de Lagardère Travel Retail

Le Plan d'Affaires a été ajusté en février 2022 et présenté au Conseil d'Administration. Il est décliné en deux cas : (i) un cas raisonnablement volontariste (le « Cas Haut »), et (ii) un cas plus prudent, tenant compte de risques supplémentaires liés à la prolongation des mesures sanitaires (le « Cas Bas »).

L'évolution du chiffre d'affaires de Lagardère Travel Retail sur la Période des Prévisions repose sur :

- Une reprise progressive du trafic aérien, avec :
 - o Le Cas Haut visant un retour « à la normale » entre 2023 et 2024⁴ ; et
 - o Le Cas Bas intégrant une année 2022 dégradée du fait de la prolongation de la crise sanitaire, puis visant un retour « à la normale » entre 2023 et 2024⁴ ;
- La déconsolidation des activités en Australie et Nouvelle-Zélande ; et
- La poursuite du développement du réseau, particulièrement en Asie du Nord (notamment à Hainan, en Chine, via un modèle de co-entreprise avec des partenaires locaux et en Belgique avec IDF).

L'évolution de la marge de Résop de Lagardère Travel Retail sur la Période des Prévisions repose sur les hypothèses suivantes :

- La reprise du trafic aérien selon les conditions présentées ci-dessus, avec une prudence supplémentaire intégrée dans le Cas Bas entre 2022 et 2024 ;
- Le déploiement du plan LEaP, articulant l'optimisation de l'ensemble des coûts *corporate*, la mutualisation des achats, l'amélioration de la chaîne logistique et la convergence des systèmes d'information. L'objectif du plan est de réaliser environ 100 m€ de réduction de coûts à horizon 2024, à volumes constants ; et
- Des hypothèses sur les conditions de renouvellement de la concession avec Aéroports de Paris (« ADP »).

⁴ 2023 pour le trafic domestique et au troisième trimestre 2024 pour le trafic international.

Ainsi, le Plan d'Affaires de Lagardère Travel Retail sur la Période des Prévisions se traduit principalement par :

- Un taux de croissance annuel moyen du chiffre d'affaires de 30,7% sur la période 2021-2024 pour les deux scénarios, avec une reprise plus rapide en 2022 dans le Cas Haut ;
- Une progression de la marge de Résop pour atteindre en moyenne en 2024 un niveau significativement supérieur au maximum réalisé en historique par Lagardère Travel Retail en 2019 (cf. § Performances financières historiques en page précédente) ;
- Des charges de restructuration inférieures au niveau historique en pourcentage du chiffre d'affaires ;
- Une légère dégradation du besoin en fonds de roulement, qui devrait revenir à des niveaux plus normatifs après une importante amélioration en 2021, du fait du ralentissement de l'activité et de certaines optimisations mises en œuvre ; et
- Des investissements représentant en moyenne (3,9)% du chiffre d'affaires, niveau légèrement plus élevé qu'historiquement, notamment du fait de rattrapages d'investissements décalés en raison de la crise sanitaire.

Synthèse sur les enjeux du Plan d'Affaires de Lagardère Travel Retail

Agrégats	KPI BP	Enjeux
<p>Chiffre d'affaires</p>	<p>Croissance annuelle moyenne :</p> <p>2019-2024 : +3,7%⁽¹⁾</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Faible visibilité sur le timing de la reprise du trafic aérien d'ici 2024 : Croissance fondée sur deux hypothèses de reprise du trafic aérien 2022 suite à la crise de Covid-19 (Cas Haut et Cas Bas) • Gains attendus de nouvelles concessions : Principalement en Asie du Nord, mais également avec IDF en Belgique
<p>Analyse comparative : Historique : +2,3% par an en moyenne entre 2014 et 2019 (croissance attendue supérieure du fait de la reprise du trafic et de l'exposition croissante à l'Asie du Nord) Comparables : c. +0,8% par an en moyenne entre 2019 et 2024 ⁽²⁾ (croissance organique attendue supérieure à celle des comparables)</p>		
<p>Résop</p> <p>Marge d'exploitation en % du CA</p>	<p>Recovery entre 2021 et 2024, niveau 2024 supérieur au maximum historique pour les deux Cas</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Faible visibilité sur le timing de la reprise du trafic aérien d'ici 2024 : Croissance des niveaux de marge fondées sur un retour à la normale du trafic entre 2023 et 2024 • Exécution du plan LEaP : Incertitude sur le niveau de réalisation du plan de réductions de coûts
<p>Analyse comparative : Niveau d'objectifs de marge 2023 et 2024 significativement plus élevé que celui historiquement observé par Lagardère Travel Retail : moyenne de 3,1% entre 2014 et 2019, avec un plus haut historique à 3,6% en 2019 ⁽³⁾ Niveau de marges historiquement plus faible que celui des comparables qui est attendu à 7,6% pour 2023 ⁽⁴⁾</p>		

Source : Lagardère, Bloomberg et analyses Eight Advisory

⁽¹⁾ Intégrant l'impact partiel de l'acquisition d'IDF sur l'année 2019 et la déconsolidation des activités en Australie et Nouvelle-Zélande

⁽²⁾ Analyse fondée sur SSP Group, WH Smith et Autogrill, hors Dufry pour lequel le nombre de prévisions 2024 est insuffisant, données non calendarisées à périmètre comparable sur la période 2019-2024

⁽³⁾ Retraité de l'impact lié à IFRS 16

⁽⁴⁾ Analyse fondée sur Dufry, SSP Group, WH Smith et Autogrill, données non calendarisées

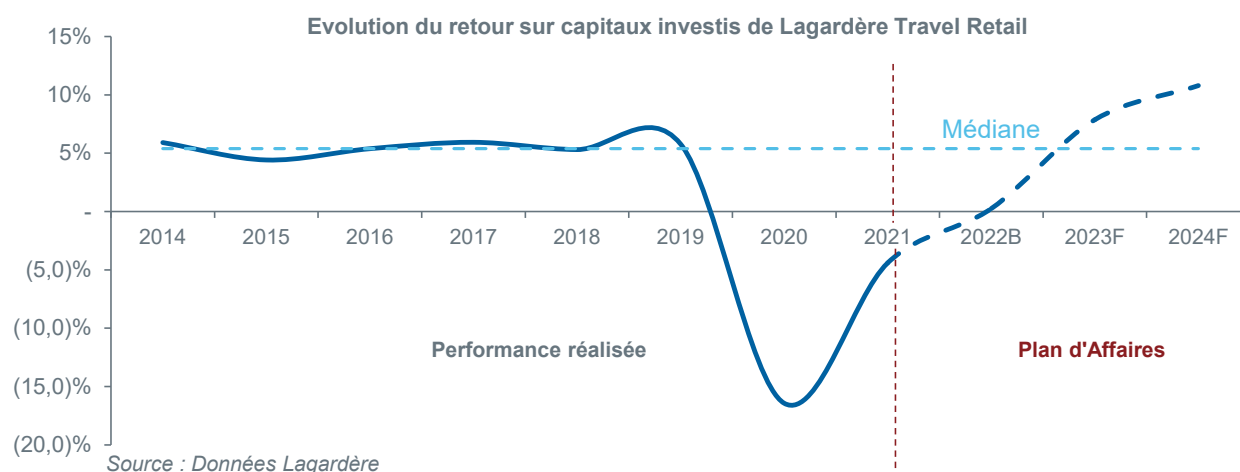
Les enjeux principaux des hypothèses de croissance de chiffres d'affaires et de marge sont la reprise du trafic aérien et, dans une moindre mesure, les gains attendus de nouvelles concessions et de réductions de coûts. La croissance du chiffre d'affaires de Lagardère Travel Retail extériorisée dans le

Plan d’Affaires est supérieure à la croissance historique de la branche et à celle des sociétés comparables identifiées.

Il convient de noter que le Plan d’Affaires a été préparé avant la crise ukrainienne.

Le Plan d’Affaires présente une amélioration progressive du Résop selon deux Cas distincts, aboutissant tous deux à un niveau 2024 supérieur au maximum historique, même si les niveaux de marge en fin de Période des Prévisions demeurent inférieurs à ceux des sociétés comparables (dont les portefeuilles de concessions sont différents). Sur la base de ces éléments, les hypothèses de marge en fin de Plan d’Affaires paraissent ambitieuses.

Le graphique ci-dessous présente l’évolution de la rentabilité des capitaux investis (« ROCE ») entre 2014 et 2024. On observe que l’objectif 2024 est nettement plus élevé que la performance la plus forte sur 10 ans, et représente près du double de la médiane.



Présentation des autres activités de Lagardère

Les autres activités de Lagardère (les « Autres Activités ») regroupent plusieurs métiers :

- Le pôle Lagardère News, composé des titres de presse Paris Match et Le Journal du Dimanche (l’activité « Presse »), des radios Europe 1, Virgin Radio et RFM (l’activité « Radio ») et des licences de la marque Elle à l’international (l’activité « Elle International ») ;
- L’exploitation de la concession de la Croix Catelan par le Lagardère Paris Racing ; et
- Les activités de production de concerts et de gestion de salles de spectacles (l’activité « Live Entertainment »).

Lagardère News

Presse

Présentation de l’activité

L’activité Presse regroupe les titres Paris Match, magazine hebdomadaire français d’actualités diffusé en moyenne à environ 512 000 exemplaires par parution en 2021 et Le Journal du Dimanche (le « JDD »), journal dominical hebdomadaire français d’information généraliste diffusé en moyenne à près de 148 000 exemplaires par parution en 2021. Ces deux titres de presse disposent d’une influence importante en France dans les domaines de la politique, de l’économie et de la culture.

Présentation du Plan d'Affaires

L'activité Presse est confrontée à des tendances de marché défavorables, liées notamment à l'érosion des ventes et abonnements à la presse écrite, ce qui induit une baisse structurelle des revenus publicitaires.

Afin de contrebalancer ces tendances et de maintenir le chiffre d'affaires des titres de presse, le Plan d'Affaires prévoit (i) l'augmentation du prix du JDD⁵, (ii) la monétisation du fonds photographique de Paris Match⁶ ainsi que (iii) l'accélération de la transformation digitale de Paris Match et du JDD permettant ainsi de capter de nouveaux lecteurs.

Par ailleurs, Lagardère a mis en place un plan d'économies qui devrait continuer de se matérialiser sur l'horizon du Plan d'Affaires pour compenser notamment l'augmentation du coût du papier ainsi que les investissements à réaliser pour financer la transformation digitale de l'activité Presse.

Le Plan d'Affaires de l'activité Presse sur la Période des Prévisions se traduit principalement par :

- Un chiffre d'affaires stable sur la période ; et
- Un niveau de Résop stable sur l'horizon du plan.

Radio

Présentation de l'activité

L'activité Radio regroupe Europe 1, radio d'information, de culture et de divertissement, ainsi que Virgin Radio et RFM, spécialisées dans la programmation musicale.

Présentation du Plan d'Affaires

L'activité Radio de Lagardère a été fortement impactée ces dernières années par la baisse des audiences d'Europe 1 qui induit une baisse des revenus publicitaires, ces derniers étant également impactés par des réallocations vers les médias digitaux.

Le Plan d'Affaires prévoit une augmentation du volume d'affaires de l'activité Radio, portée par (i) l'amélioration de la part d'audience d'Europe 1 de l'ordre de 1 point sur la tranche d'âge 25-59 ans, (ii) une légère amélioration de la part d'audience de Virgin Radio et RFM et (iii) le développement de contenus audios exclusifs (*podcast*).

Afin de contenir l'impact de la baisse des audiences, le Groupe a mis en place un programme d'économies supplémentaire se traduisant par un plan de départ volontaire et la réorganisation interne des équipes dont les effets favorables sont attendus sur l'horizon du Plan d'Affaires.

Le Plan d'Affaires de l'activité Radio se traduit principalement par :

- Une progression du chiffre d'affaires de l'ordre de 12% sur la période 2022-2024 ; et
- Une amélioration du Résop sur l'horizon du plan.

⁵ Augmentation de 20 centimes d'euro à compter du 1^{er} janvier 2022.

⁶ Paris Match est propriétaire d'un fonds photographique d'environ 15 millions de clichés, alimenté quotidiennement grâce aux reportages réalisés par ses équipes.

Elle International

Présentation de l'activité

L'activité Elle International exploite les licences Elle sous trois principales lignes de métier :

- Les licences des magazines Elle à l'international, soit environ 78 magazines dans 45 pays ;
- Les licences relatives aux produits dérivés de la marque Elle (vêtements, accessoires, décoration, etc.) représentant plus de 150 licences dans plus de 80 pays ; et
- L'activité de régie publicitaire à l'international.

La cession en février 2019 de la presse magazine s'est accompagnée de la concession d'une licence exclusive pour la France sur la marque Elle au profit de la société Czech Media Invest, Lagardère demeurant propriétaire de la marque Elle mais n'en captant les bénéfices économiques qu'à l'international.

Présentation du Plan d'Affaires

Sur l'horizon du Plan d'Affaires, les activités licences magazines et régie publicitaire devraient rester relativement stables avec une croissance annuelle d'environ 1%. L'activité de licences de produits dérivés présente une croissance annuelle plus importante de l'ordre de 5%, portée par la reprise économique, une stratégie commerciale de rupture ainsi que l'augmentation du nombre de licences.

Le Plan d'Affaires de l'activité Elle International se traduit principalement par :

- Une progression du chiffre d'affaires d'environ 5% entre 2022 et 2024 ; et
- Une marge de Résop stable sur l'horizon du plan.

Coûts de structure

Le fonctionnement de Lagardère fait ressortir des coûts de structure résiduels imputables à l'activité Lagardère News (les « Coûts de Structure ») représentant en moyenne (13) m€ par an sur l'horizon sur Plan d'Affaires.

Flux de trésorerie Lagardère News

Le Plan d'Affaires ne présentant que des trajectoires de chiffre d'affaires et de Résop pour les activités Presse, Radio et Elle International, nous présentons ci-dessous les autres éléments financiers inhérents au pôle Lagardère News :

- Des charges de restructuration sur l'horizon du Plan d'Affaires atteignant (0,2)% du chiffre d'affaires en fin de plan ; et
- Des dépenses d'investissements représentant en moyenne (0,4)% du chiffre d'affaires sur la durée du Plan d'Affaires.

Lagardère Paris Racing

Présentation de l'activité

Le Lagardère Paris Racing propose à ses 13 000 membres de nombreuses activités sportives. En 2006, le Groupe s'est vu accorder par la Ville de Paris une concession pour une durée de 20 ans qui a été étendue de 2 ans en 2021, soit jusqu'en décembre 2028.

Présentation du Plan d'Affaires 2022-2024

Le Plan d'Affaires de l'activité Lagardère Paris Racing sur la Période des Prévisions se traduit principalement par une progression annuelle du chiffre d'affaires en ligne avec l'historique et une légère amélioration de la marge de Résop.

Live Entertainment

Présentation de l'activité

L'activité Live Entertainment combine deux métiers complémentaires dans le secteur du divertissement : l'exploitation de salles de spectacle et de concert (Casino de Paris, Folies Bergères, Aréna à Bordeaux et en Pays d'Aix, etc.) ainsi que la production de concerts et spectacles (Florent Pagny, Jean-Louis Aubert, le spectacle musical Les Choristes, etc.).

Présentation du Plan d'Affaires

Le secteur du divertissement a été fortement impacté en 2020 et 2021 par la crise sanitaire. En 2020, le chiffre d'affaires de Live Entertainment a chuté de près de (80)% par rapport à 2019. En 2021, le niveau d'activité ne représentait encore qu'environ 30% de celui atteint en 2019.

Le Plan d'Affaires affiche une forte reprise du volume d'activité dès 2022, intégrant l'hypothèse de la fin des restrictions liées à la crise sanitaire. Ce rebond est également soutenu par le report en 2022 de nombreux concerts et spectacles annulés en 2020 et 2021.

Le Plan d'Affaires de l'activité Live Entertainment se traduit principalement par :

- Le retour en 2024 au niveau de chiffre d'affaires de 2019 ;
- Une amélioration du Résop sur l'horizon du Plan d'Affaires, atteignant en 2024 un niveau supérieur à celui observé en 2019 ; et
- Des dépenses d'investissements représentant en moyenne (5)% du chiffre d'affaires sur l'horizon du plan.

Analyse financière consolidée

Analyse bilancielle

En m€	FY17A	FY18A	FY19A	FY20A	FY21A
Mois de clôture	décembre	décembre	décembre	décembre	décembre
Écarts d'acquisition	1 809	1 624	1 564	1 461	1 614
Immobilisations incorporelles	1 058	1 196	1 135	975	971
Immobilisations corporelles	733	800	811	709	673
Droits d'utilisation des actifs loués (IFRS 16)	-	-	2 859	1 939	1 583
Sociétés mises en équivalence	123	73	73	52	46
Autres actifs non courants	219	196	154	212	188
Impôts différés actifs	206	176	210	239	270
Stocks et en-cours	583	566	631	498	632
Créances clients et comptes rattachés	1 418	1 296	1 068	1 050	1 023
Autres actifs courants	943	883	717	675	687
Trésorerie et équivalents de trésorerie	546	710	913	687	937
Actifs destinés à être cédés	6	699	994	-	127
Total actifs	7 644	8 219	11 129	8 497	8 751
Capitaux propres part du groupe	1 785	1 845	1 522	725	815
Intérêts minoritaires	139	156	150	102	124
Dettes financières	1 935	2 093	2 374	2 436	2 472
Impôts différés passifs	234	248	278	253	263
Dettes de location (IFRS 16)	-	-	3 097	2 246	1 911
Fournisseurs et comptes rattachés	1 386	1 215	1 249	1 042	1 298
Provisions pour risques et charges	367	336	294	342	287
Provisions pour retraites et obligations assimilées	163	135	106	108	88
Autres passifs courants	1 515	1 541	1 215	1 198	1 274
Autres passifs non courants	120	237	51	45	52
Passifs liés à des actifs destinés à être cédés	-	413	793	-	167
Total passifs	7 644	8 219	11 129	8 497	8 751
Besoin en fonds de roulement	104	74	(42)	(41)	(242)
<i>En % du chiffre d'affaires</i>	<i>1,4%</i>	<i>1,0%</i>	<i>(0,6)%</i>	<i>(0,9)%</i>	<i>(4,7)%</i>
Dettes financières nettes	(1 368)	(1 375)	(1 461)	(1 733)	(1 535)

Source : documents de référence

Actif immobilisé

L'actif immobilisé du Groupe est majoritairement composé d'écarts d'acquisition reconnus dans le cadre d'opérations de croissance externe, comptabilisés à hauteur de 1 614 m€ au 31 décembre 2021. Les immobilisations incorporelles représentent 971 m€ au 31 décembre 2021 et sont principalement constituées de contrats de concession et de marques acquis. Les immobilisations corporelles, d'un montant de 673 m€ au 31 décembre 2021, comprennent essentiellement les actifs logistiques de Lagardère Publishing, les investissements dans les points de vente de Lagardère Travel Retail et les actifs immobiliers détenus et utilisés par le Groupe.

Autres actifs

Le Groupe applique la norme IFRS 16 depuis le 1^{er} janvier 2019. Le droit d'utilisation reconnu au titre des actifs loués s'élève à 1 583 m€ au 31 décembre 2021.

Les autres actifs non courants sont composés de titres non consolidés d'un montant de 44 m€, de prêts et créances pour 103 m€, de dépôts et cautionnements s'élevant à 25 m€ et de droits d'utilisation reconnus au titre de sous-location à hauteur de 16 m€.

Les sociétés mises en équivalence s'élèvent à 46 m€ et sont notamment constituées des participations dans Inmedio, Yen Press, Lagardère & Connexions, Société de Distribution Aéroportuaire et Relay@ADP.

Les impôts différés actifs incluent principalement les pertes reportables comptabilisées au bilan à hauteur de 166 m€ au 31 décembre 2021. Le Groupe dispose d'un stock de déficits fiscaux reportables non activés d'un montant de 482 m€ en France au 31 décembre 2021.

Besoin en fonds de roulement

En décembre 2021, le Groupe a mis en place un nouveau contrat d'affacturage déconsolidant à durée de vie indéterminée, d'un montant de 182 m€, portant ainsi le total des créances affacturées au 31 décembre 2021 à 205 m€. Ce contrat d'affacturage explique en grande partie le niveau faible du besoin en fonds de roulement (« BFR ») de Lagardère à (242) m€ au 31 décembre 2021.

Hors impact de l'affacturage, le BFR diminue légèrement entre 2017 et 2021 sous l'effet (i) d'une meilleure maîtrise des règlements auteurs sur l'activité Publishing et (ii) de la mise en place d'un programme d'optimisation du BFR sur l'activité Travel Retail.

Le Groupe présente un BFR historiquement moins élevé en fin d'année (31 décembre) qu'à mi-année (30 juin).

Dettes financières nettes

La dette financière nette de Lagardère s'établit à (1 535) m€ au 31 décembre 2021 hors impact IFRS 16. Elle est composée (i) de trésorerie et d'équivalents de trésorerie à hauteur de 937 m€, (ii) d'un emprunt obligataire d'un montant de (1 639) m€, (iii) d'emprunts auprès des établissements de crédit pour (314) m€, (iv) de billets de trésorerie s'élevant à (338) m€, (v) de dettes sur engagement de rachat d'intérêts minoritaires pour (46) m€, (vi) d'instruments de couverture affectés à la dette à hauteur de (10) m€ et (vii) d'autres dettes financières d'un montant de (125) m€.

Les dettes de location liées à l'application de la norme IFRS 16 ressortent à 1 911 m€ au 31 décembre 2021.

Autres éléments

Les autres passifs non courants sont principalement constitués de dettes sur acquisitions d'immobilisations d'un montant de (20) m€ et de passifs de contrat pour (14) m€.

Les actifs et passifs destinés à la vente sont liés à la déconsolidation des activités Travel Retail en Australie et en Nouvelle-Zélande⁸. La quote-part détenue dans l'entité contrôlée conjointement sera comptabilisée en titres mis en équivalence.

Capitaux propres part du groupe

Les capitaux propres part du groupe s'établissent à 815 m€ au 31 décembre 2021 après prise en compte des intérêts minoritaires s'élevant à (124) m€.

Ces intérêts minoritaires résultent de la stratégie de croissance externe du Groupe et des modalités d'acquisition. Les actionnaires historiques ainsi que les dirigeants des sociétés acquises par Lagardère

⁸ En novembre 2021, Lagardère Travel Retail et AWPL ont signé un accord pour former une entité contrôlée conjointement qui regroupera leurs opérations en Australie et en Nouvelle-Zélande.

conservent généralement des participations minoritaires qui sont acquises au fur et à mesure par Lagardère. Ces opérations de rachats peuvent être réalisées par l'exercice d'options de vente ou d'achat selon les entités.

Analyse du compte de résultat

En m€	FY17A	FY18A	FY19A	FY20A	FY21A
Mois de clôture	décembre	décembre	décembre	décembre	décembre
Chiffre d'affaires	7 084	6 868	7 211	4 439	5 130
Résop	399	385	378	(155)	249
Éléments non récurrents non opérationnels*	(127)	63	27	(336)	(184)
Contribution des sociétés mises en équivalence	3	3	6	(58)	1
Résultat avant charges financières et impôts	275	451	411	(549)	66
Charges financières nettes	(73)	(57)	(53)	(76)	(64)
Charges d'intérêts sur dettes de location	-	(76)	(85)	(74)	(68)
Impôts	2	(124)	(55)	31	(22)
Résultat net des activités abandonnées	-	5	(207)	(20)	2
Résultat net	204	199	11	(688)	(86)

Source : documents de référence du Groupe Lagardère

Note* : dont (i) les plus ou moins-values de cession d'actifs, (ii) les charges de restructuration, (iii) les pertes de valeur des écarts d'acquisition et autres immobilisations et (iv) les éléments liés aux contrats de location

Indices clés

Chiffre d'affaires (croissance %)	(4,2)%	(3,0)%	5,0%	(38,4)%	15,6%
Marge de Résop (% du CA)	5,6%	5,6%	5,2%	(3,5)%	4,9%
Résultat avant charges financières et impôts (% du CA)	3,9%	6,6%	5,7%	(12,4)%	1,3%
Résultat net (% du CA)	2,9%	2,9%	0,2%	(15,5)%	(1,7)%

Source : Documents de référence du Groupe Lagardère

L'activité Publishing a montré une forte résilience au cours de la crise sanitaire en raison notamment du regain d'intérêt des Français pour la lecture et de la parution de *best-sellers* comme Astérix. En 2021, la marge d'exploitation de l'activité Publishing fondée sur le Résop ressort à un point haut historique de 13,5%, portée par un effet mix plus favorable avec une forte croissance des ventes de supports numériques et la mise en œuvre de mesures de réduction de coûts (charges de personnel, dépenses commerciales et marketing).

L'activité Travel Retail a été fortement affectée en 2020 et 2021 par le ralentissement mondial du trafic aérien lié aux mesures de fermeture des frontières, aux restrictions des voyages et aux confinements. La baisse de la profitabilité, directement liée à la réduction de l'activité, a néanmoins été limitée grâce aux mesures mises en place par Lagardère, notamment la renégociation des conditions contractuelles des contrats de concessions (réduction des loyers fixes, baisse des taux de redevances variables), la réduction du nombre de points de vente ouverts et les dispositifs d'aides gouvernementales aux entreprises. L'année 2021 a toutefois été marquée par une reprise de l'activité de 33% par rapport à 2020, portée par la France (+26%), la zone EMEA hors France (+19%), l'Amérique du Nord (+73%) et l'Asie Pacifique (+29%).

En 2020, le périmètre des Autres Activités a évolué avec la cession de Lagardère Active⁹ et Lagardère Sport¹⁰. Depuis 2019, les Autres Activités présentent un niveau de Résop déficitaire en raison de tendances de marché défavorables et de la baisse des audiences d'Europe 1.

⁹ A l'exception du pôle Lagardère News (Paris Match, Le Journal du Dimanche, Europe 1, Virgin Radio, RFM et les licences Elle).

¹⁰ A l'exception des activités Lagardère Paris Racing et Live Entertainment.

2. DILIGENCES EFFECTUEES

Nos diligences ont principalement consisté à mettre en œuvre une approche multicritères d'évaluation des actions de la société Lagardère SA et à analyser les éléments d'appréciation du prix de l'Offre mentionnés dans le Projet de Note d'Information qui a été déposé.

Dans le cadre de notre mission, nous avons pris connaissance d'un ensemble d'informations comptables et financières (états financiers, documents de référence, communiqués, etc.) publiées par la Société au titre de l'exercice clos au 31 décembre 2021, et des exercices antérieurs.

Nous avons effectué des diligences sur la documentation juridique mise à notre disposition, dans la stricte limite et à la seule fin de collecter les informations utiles à notre mission.

Nous nous sommes entretenus avec les Dirigeants de la Société, le Comité *ad hoc* du Conseil d'Administration, leurs conseils respectifs, ainsi qu'avec l'Initiateur et ses conseils, tant pour appréhender le contexte de l'Offre que pour comprendre les perspectives d'activité et les éléments prévisionnels.

Nous avons utilisé les informations publiques disponibles sur nos bases de données pour la mise en œuvre des méthodes d'évaluation analogiques.

Enfin, nous avons pris connaissance des travaux des Etablissements Présentateurs de l'Offre, tels que présentés dans le rapport d'appréciation du prix de l'Offre et résumés dans le Projet de Note d'Information intitulé « *Projet d'offre publique d'achat visant les actions de la société Lagardère initiée par Vivendi* » qui nous a été remis le 21 février 2021. Dans ce cadre, nous avons discuté à plusieurs reprises avec les représentants des Etablissements Présentateurs.

Le détail de nos diligences est présenté en Annexe 5 ci-après.

3. EVALUATION DES ACTIONS DE LA SOCIETE LAGARDERE SA

3.1. Méthodes d'évaluation écartées

3.1.1. Actif net comptable (ANC)

L'approche fondée sur l'actif net comptable reflète les augmentations de capital et les résultats historiques mais n'intègre pas les perspectives de la société évaluée.

Cette méthode ne nous paraît pas pertinente dans la mesure où la valeur des actifs incorporels de la Société (notamment son capital humain, ses contrats, ses marques et son savoir-faire) n'est reflétée que partiellement à son bilan. Pour mémoire, sur la base des comptes annuels au 31 décembre 2021, l'actif net comptable s'établit à 815 m€, soit une valeur égale à 5,8 € par action.

3.1.2. Actif net réévalué (ANR)

La méthode de l'actif net réévalué consiste à valoriser les fonds propres d'une société à partir de la valeur « de marché » de ses actifs et de ses passifs figurant au bilan. Cette approche est généralement mise en œuvre pour des sociétés avec un portefeuille d'actifs qui peut faire l'objet d'une rotation (foncières et sociétés holding par exemple). Elle est rarement mise en œuvre pour des groupes comme Lagardère.

Cette méthode nécessiterait par ailleurs de valoriser le capital immatériel de l'entreprise estimé à partir de flux futurs de revenus, rendant ainsi l'approche redondante avec la méthode par l'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie.

3.2. Méthodes d'évaluation retenues

Les méthodes d'évaluation retenues pour la Société sont les suivantes :

- Approche « somme des parties » qui consiste à évaluer séparément les trois différents pôles de Lagardère (Lagardère Publishing, Lagardère Travel Retail et les autres activités de Lagardère) avec des paramètres d'évaluation distincts ; et
- Approche « DDM » (*Dividend Discount Model*) qui consiste à actualiser les flux de dividendes potentiels prévisionnels.

L'approche « somme des parties » a été mise en œuvre en retenant pour chaque activité les méthodes d'actualisation des flux de trésorerie (*Discounted Cash Flows* ou « DCF ») et de multiples de marché (multiples de sociétés comparables cotées et multiples de transactions comparables).

Les références d'évaluation retenues pour la Société sont les suivantes :

- Transactions récentes sur le capital ;
- Cours de bourse avant l'annonce de l'Offre (15 septembre 2021) ; et
- Objectifs de cours de bourse des analyses avant l'annonce de l'Offre.

3.3. Éléments communs aux méthodes retenues

3.3.1. Nombre de titres de référence

Le capital social de Lagardère est constitué au 21 février 2022 de 141 133 286 actions, dont 1 159 503 auto-détenues. Nous avons fondé nos travaux sur un nombre d'actions hors auto-détention au

31 décembre 2021 majoré de 1 644 019 actions gratuites attribuées mais non acquises à la Date d'Evaluation. Ceci inclut les actions de performance pour lesquelles la Direction a estimé que les conditions de performance seraient remplies en 2022, date de leur acquisition.

Nombre d'actions au 31 décembre 2021	Nombre d'actions
Nombre d'actions émises	141 133 286
Nombre d'actions auto-détenues	(1 159 503)
Nombre d'actions gratuites attribuées	1 644 019
Nombre d'actions dilué hors autocontrôle	141 617 802

Source : informations Management

3.3.2. Eléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des fonds propres

Notre analyse est fondée sur les comptes consolidés au 31 décembre 2021 publiés par le Groupe ainsi que sur des éléments complémentaires communiqués par la Direction.

La dette financière nette ajustée au 31 décembre 2021 s'élève à (1 676) m€ et intègre principalement les éléments suivants :

- La dette financière nette au 31 décembre 2021, hors IFRS 16, soit (1 535) m€ ;
- La valeur nette comptable des participations de Lagardère dans des sociétés non consolidées, soit 44 m€ ;
- Les sociétés mises en équivalence, réévaluées sur la base d'un multiple sectoriel de résultat net, pour un montant de 261 m€¹¹ ;
- Les intérêts minoritaires, réévalués sur la base d'un multiple sectoriel de résultat net, pour un montant de (640) m€¹² ;
- Les autres actifs non courants constitués de prêts et créances, soit 103 m€ ;
- Le retraitement des options de vente accordées aux actionnaires minoritaires de Lagardère Travel Retail Asia qui sont intégrées dans la dette financière nette au 31 décembre 2021 pour 16 m€ (exclues car déjà prises en compte dans la valorisation des intérêts minoritaires) ;
- Les engagements de retraite nets des impôts différés actifs correspondants, soit (68) m€ ;
- L'ajustement de la trésorerie relatif à l'écart entre la variation du BFR réelle au 31 décembre 2021 et celle projetée dans le Plan d'Affaires¹³ soit (24) m€, les variations du BFR projetées dans le Plan d'Affaires ayant été conservées ;
- L'ajustement de la trésorerie au titre de l'impact de la saisonnalité de l'activité sur le BFR, soit (61) m€ (calculé comme la différence observée sur 2017 à 2019 entre les ratios de BFR sur chiffre d'affaires au 31 décembre et au 30 juin¹⁴ appliquée au chiffre d'affaires 2021) ;

¹¹ Réévaluation des sociétés mises en équivalence de Lagardère Travel Retail (notamment Lagardère & Connexions, Société de Distribution Aéroportuaire et Relay@ADP), à partir (i) des multiples Capitalisation boursière / Résultat net (« PER ») moyens des sociétés comparables (21,4x et 14,6x respectivement en 2023 et 2024), et (ii) de la quote-part de résultat des sociétés mises en équivalence FY23F et FY24F issue du Plan d'Affaires (agrégat FY22F non normatif).

¹² Réévaluation des intérêts minoritaires (i) de Lagardère Travel Retail (notamment Paradies, Hojeij Branded Foods, Lagardère Duty Free et Lagardère Travel Retail Asia) à partir des multiples de PER moyens des sociétés comparables (21,4x et 14,6x respectivement en 2023 et 2024), et des intérêts minoritaires FY23F et FY24F issus du Plan d'Affaires (agrégat FY22F non normatif), ainsi que (ii) de Lagardère Publishing (notamment PIKA, Librairie Générale Française, Calmann Lévy et Audiolib) à partir du multiple de PER moyen des sociétés comparables en FY22F (14,1x), et des intérêts minoritaires FY22F issus de la Direction de Lagardère Publishing. La valeur de marché des intérêts minoritaires dans Le Livre Scolaire est incluse dans la dette.

¹³ Variation du BFR réelle de 280 m€ dans les comptes consolidés de Lagardère au 31 décembre 2021 contre 256 m€ dans le Plan d'Affaires.

¹⁴ Exprimé en pourcentage de chiffre d'affaires des douze derniers mois.

- La valeur de l'économie d'impôt attachée aux déficits fiscaux reportables activés et non activés, soit 167 m€ (estimée à partir d'une actualisation des économies futures d'impôt) ;
- La valeur de l'économie d'impôt générée par l'amortissement des écarts d'acquisition et des autres actifs incorporels résultant d'acquisitions réalisées aux Etats-Unis (estimée à partir d'une actualisation des économies futures d'impôt), soit 67 m€ ; et
- L'impact de la contribution patronale à décaisser par Lagardère au titre de l'acquisition définitive des actions attribuées gratuitement, estimée à (6) m€.

3.3.3. Sociétés comparables retenues

Les méthodes DCF et des comparables boursiers qui sont utilisées dans nos travaux sont fondées sur des paramètres observés sur des sociétés comparables cotées.

Une société cotée peut être considérée comme comparable dès lors qu'elle présente suffisamment de similitudes avec la société analysée en termes d'activité (produits, services, clientèle, secteur géographique), de perspectives de croissance, de marges, de flux de trésorerie ou de taille.

Lagardère Publishing

Nous avons analysé quatre sociétés du secteur de l'édition présentant une activité similaire à Lagardère Publishing :

- **Mondadori** (46% de flottant, avec un niveau de rotation de 83%¹⁵) : groupe de presse et d'édition italien¹⁶.
- **Bloomsbury** (98% de flottant, avec un niveau de rotation de 27%) : groupe éditorial britannique qui publie des romans et des essais. Le groupe dispose d'autres bureaux d'édition implantés à New York, New Delhi et Sydney.
- **Scholastic** (56% de flottant, avec un niveau de rotation de 197%) : maison d'édition américaine, spécialisée dans la jeunesse et l'éducation. La société opère également en dehors des Etats-Unis, notamment au Canada, au Royaume-Uni et dans la région Asie-Pacifique.
- **John Wiley** (91% de flottant, avec un niveau de rotation de 195%) : maison d'édition américaine spécialisée dans la publication de revues scientifiques, d'ouvrages techniques, universitaires et encyclopédiques. La société opère principalement aux Etats-Unis, au Canada, au Royaume-Uni, en Allemagne, en Chine et au Japon.

Aucune prévision financière n'était disponible pour Scholastic et John Wiley.

Les sociétés Pearson, Sanoma et Houghton Mifflin Harcourt n'ont pas été retenues compte tenu des différences de business model (contrats et récurrence des flux sur la période contractuelle, part du digital dans l'activité et structure de marge associée).

¹⁵ Les rotations du flottant sont calculées sur une durée de 12 mois.

¹⁶ Le résultat opérationnel de Mondadori est principalement généré par l'activité d'édition.

Les profils de croissance du chiffre d'affaires et les taux de marge des sociétés de l'échantillon sont présentés dans le tableau ci-dessous :

Société	Pays	Capitalisation boursière (m€) ⁽¹⁾	CA FY20 (m€) ⁽²⁾	CA (croissance %) ⁽²⁾			EBITA (% du CA) ⁽²⁾		
				FY21A	FY22F	FY23F	FY21A	FY22F	FY23F
Mondadori ⁽³⁾	Italie	533	744	5,1%	10,8%	0,8%	6,7%	8,9%	9,5%
Bloomsbury ⁽⁴⁾	Royaume-Uni	350	216	13,3%	8,1%	4,4%	10,1%	10,3%	10,5%
Scholastic	Etats-Unis	1 225	1 217		n.a.			n.a.	
John Wiley	Etats-Unis	2 651	1 683		n.a.			n.a.	
Moyenne				9,2%	9,5%	2,6%	8,4%	9,6%	10,0%

Source : Analyses Eight Advisory fondées sur données Bloomberg au 21 février 2022

Note : (1) Les capitalisations boursières sont déterminées sur la base des cours moyens 3 mois au 21 février 2022

Note : (2) Données calendarisées au 31 décembre ; EBITA avant (i) frais de restructuration, (ii) rémunération en actions / actions gratuites (IFRS 2) et (iii) impact de la norme IFRS 16

Note : (3) Les données présentées intègrent l'acquisition de De Agostini Scuola (finalisée en novembre 2021)

Note : (4) Les données présentées intègrent l'acquisition de ABC-CLIO (finalisée en décembre 2021)

Lagardère Travel Retail

Nous avons analysé quatre sociétés du secteur du Travel Retail présentant une activité similaire à Lagardère Travel Retail :

- **Dufry** (77% de flottant, avec un niveau de rotation de 180%) : groupe suisse de distribution en *duty free* principalement en aéroports, implanté en Europe, au Moyen-Orient, aux Etats-Unis et en Asie-Pacifique.
- **SSP Group** (99% de flottant, avec un niveau de rotation de 62%) : groupe britannique de services de restauration sous contrat en zones de transport. Le groupe est implanté en Europe, aux Etats-Unis et en Asie-Pacifique.
- **WH Smith** (100% de flottant, avec un niveau de rotation de 68%) : chaîne britannique de librairies et kiosques à journaux, implantée principalement au Royaume-Uni, aux Etats-Unis et en Europe, dans les aéroports et les gares.
- **Autogrill** (67% de flottant, avec un niveau de rotation de 200%) : groupe italien de restauration et de services aux voyageurs, implanté dans les zones de transport (aéroports, gares, autoroutes), opérant principalement aux Etats-Unis, en Europe et en Asie-Pacifique.

Ces sociétés ont été réparties en deux échantillons distincts : (i) le premier est composé de Dufry, considéré comme le meilleur comparable de Lagardère Travel Retail du fait de son positionnement sur les trois segments de Lagardère Travel Retail, et (ii) le second est constitué de SSP Group, WH Smith et Autogrill, ayant tous trois des activités sur les mêmes marchés que Lagardère Travel Retail mais également des activités sur d'autres segments (autoroutes pour Autogrill et magasins en ville pour WH Smith).

Les profils de croissance du chiffre d'affaires et les taux de marge des sociétés de l'échantillon sont présentés dans le tableau ci-dessous :

Société	Pays	Capitalisation boursière (m€) ⁽¹⁾	CA FY20A (m€) ⁽²⁾	CA (croissance %) ⁽²⁾			EBITA (% du CA) ⁽²⁾		
				FY21A	FY22F	FY23F	FY21A	FY22F	FY23F
Dufry	Suisse	3 997	2 456	54,8%	65,8%	24,3%	0,4%	4,4%	9,0%
Moyenne échantillon 1				54,8%	65,8%	24,3%	0,4%	4,4%	9,0%
SSP Group	Royaume-Uni	2 432	1 525	(13,0)%	92,7%	30,5%	(14,6)%	1,1%	6,7%
WH Smith	Royaume-Uni	2 381	1 160	6,4%	35,6%	11,5%	0,6%	8,3%	10,7%
Autogrill	Italie	2 436	1 984	28,3%	40,5%	16,9%	(1,8)%	3,0%	4,8%
Moyenne échantillon 2				7,2%	56,3%	19,6%	(5,3)%	4,1%	7,4%
Moyenne des échantillons				31,0%	61,1%	22,0%	(2,4)%	4,2%	8,2%

Source : Analyses Eight Advisory fondées sur données Bloomberg au 21 février 2022

Note (1) : Les capitalisations boursières sont déterminées sur la base des cours moyens 3 mois au 21 février 2022

Note (2) : Données calendarisées au 31 décembre ; EBITA avant (i) frais de restructuration, (ii) rémunération en actions / actions gratuites (IFRS 2) et (iii) impact de la norme IFRS 16

Autres Activités

Presse

Nous avons analysé 6 sociétés dans le secteur de la presse présentant une activité comparable à celle de Lagardère :

- **Roularta** (13% de flottant, avec un niveau de rotation de 39%) : groupe de presse belge publiant des journaux régionaux et locaux gratuits, ainsi que de nombreux magazines dans des domaines variés (style de vie, information, finance, décoration, arts, sports, etc.) ;
- **RCS MediaGroup** (21% de flottant, avec un niveau de rotation de 74%) : groupe de presse italien publiant le Corriere della Sera, un quotidien national d'information et La Gazzetta dello Sport, un journal d'information sportive, ainsi que leurs éditions locales ;
- **North Media** (32% de flottant, avec un niveau de rotation de 90%) : groupe de presse danois publiant et distribuant des journaux régionaux et locaux ;
- **Mondadori** (46% de flottant, avec un niveau de rotation de 83%) : groupe de presse et d'édition italien ;
- **New York Times** (97% de flottant, avec un niveau de rotation de 231%) : groupe de presse américain publiant le quotidien The New York Times. Le groupe possède également le Boston Globe, l'International New York Times et une vingtaine d'autres quotidiens américains ; et
- **Gannett** (95% de flottant, avec un niveau de rotation de 304%) : groupe de presse américain propriétaire d'une centaine de quotidiens, dont le quotidien national USA Today. L'entreprise possède également des journaux locaux et régionaux au Royaume-Uni.

Radio

Nous avons analysé 5 sociétés dans le secteur de la radio présentant une activité similaire à celle de Lagardère :

- **NRJ Group** (22% de flottant, avec un niveau de rotation de 20%) : société française exploitant 4 stations de radio sous les marques NRJ, Chérie FM, Nostalgie et Rire et Chansons ;

- **RTL Group** (24% de flottant, avec un niveau de rotation de 41%) : groupe audiovisuel international dont le siège social est implanté au Luxembourg et principal actionnaire du Groupe M6 ;
- **M6** (51% de flottant, avec un niveau de rotation de 55%) : groupe audiovisuel français propriétaire des radios RTL en France (RTL, RTL 2, Fun Radio, etc.) ;
- **Klassik Radio** (30% de flottant, avec un niveau de rotation de 26%) : société gérant une station de radio de musique classique en Allemagne ; et
- **Saga Communications** (98% de flottant, avec un niveau de rotation de 86%) : société possédant des chaînes de radios aux Etats-Unis.

Lagardère Paris Racing

A défaut de comparables cotés directs, nous avons sélectionné 3 sociétés opérant dans le secteur des salles de sport :

- **Basic-Fit** (79% de flottant, avec un niveau de rotation de 84%) : groupe néerlandais exploitant des salles de sport aux Pays-Bas, en Belgique, au Luxembourg, en France et en Espagne ;
- **Gym Group** (98% de flottant, avec un niveau de rotation de 44%) : groupe britannique exploitant des salles de sport au Royaume-Uni ; et
- **Actic Group** (35% de flottant, avec un niveau de rotation de 154%) : groupe suédois exploitant des salles de sport en Suède, en Norvège et en Allemagne.

Live Entertainment

A défaut de comparables cotés directs, nous avons sélectionné 4 sociétés opérant dans le secteur de l'événementiel :

- **GL Events** (25% de flottant, avec un niveau de rotation de 115%) : groupe français spécialisé dans le secteur de l'événementiel (salons, expositions, congrès, rencontres sportives, etc.) en France et à l'international ;
- **Hyve Group** (99% de flottant, avec un niveau de rotation de 50%) : groupe britannique spécialisé dans l'organisation d'expositions et de conférences au Royaume-Uni et à l'international ;
- **Fiera Milano** (28% de flottant, avec un niveau de rotation de 420%) : groupe italien spécialisé dans l'organisation d'expositions, de foires et de congrès en Italie et à l'international ; et
- **MCH Group** (33% de flottant, avec un niveau de rotation de 34%) : groupe suisse spécialisé dans l'organisation d'événements physiques et numériques en Suisse et à l'international.

3.4. Approche « somme des parties »

3.4.1. Méthodologie

Méthode DCF

Cette méthode consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'un actif par actualisation de ses flux de trésorerie futurs à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité compte tenu de son risque.

La valeur terminale, calculée au-delà de la période de projection des flux, est fondée sur l'estimation d'un flux de trésorerie normatif qui tient compte d'une hypothèse de continuité d'exploitation et de l'estimation d'un taux de croissance à long terme.

Méthode des multiples boursiers

La méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par application de multiples de valorisation observés sur un échantillon de sociétés cotées comparables.

Méthode des transactions comparables

Cette approche consiste à déterminer la valeur d'une société en appliquant à ses agrégats financiers des multiples de valorisation observés lors de transactions impliquant des sociétés opérant dans le même secteur.

La pertinence de la méthode nécessite de disposer d'informations fiables relatives aux sociétés qui ont fait l'objet d'une transaction. Les prix sur lesquels reposent ces multiples peuvent par ailleurs refléter une prime dite « de contrôle » ainsi qu'une quote-part de la valeur estimée des synergies.

3.4.2. Evaluation de Lagardère Publishing

Actualisation des flux futurs de trésorerie de Lagardère Publishing

Prévisions retenues

Nos travaux sont fondés sur (i) le Plan d'Affaires, (ii) une Période d'Extrapolation de 2 ans et (iii) une valeur terminale.

Période des Prévisions

Le Plan d'Affaires a été retenu sans ajustement spécifique sur la Période des Prévisions.

Extrapolation

A la suite de nos entretiens avec les Dirigeants et de la prise de connaissance des différents éléments de marché, nous avons extrapolé le Plan d'Affaires sur une durée de deux ans, soit jusqu'en 2026 (la « Période d'Extrapolation »). Cette analyse permet de faire converger progressivement la rentabilité opérationnelle de fin de Plan d'Affaires vers un niveau normatif à long terme¹⁷ dont l'estimation repose sur des benchmarks cohérents de marges.

¹⁷ Taux de retours revenant à un niveau observé de manière récurrente, renégociations sur l'horizon du Plan d'Affaires, hausse des coûts du papier et inflation, normalisation sur 1 an de l'impact futur d'une réforme scolaire en France en 2024 et de la sortie d'un album Astérix.

Les hypothèses sous-jacentes à la Période d'Extrapolation sont les suivantes :

- Un taux de croissance du chiffre d'affaires de 1,0% en ligne avec le taux de croissance à long terme et les taux retenus par les analystes dans leurs travaux sur les sociétés comparables ;
- Une marge de Résop convergeant vers 10,9% en FY26F et correspondant à la somme des éléments suivants :
 - o un taux de marge moyen déterminé sur la base de plusieurs benchmarks convergents : (i) marges cibles observées en dernière année des précédents plans d'affaires de Lagardère Publishing (plan d'affaires préparés depuis 2014), (ii) marges sur 10 ans (FY14A-FY24F) de la branche (cf. Performances financières historiques § 1.2.2.4) (iii) marges des sociétés comparables en 2023 (Mondadori, Bloomsbury et Editis, cf. Synthèse sur les enjeux du Plan d'Affaires 1.2.2.4), (iv) la marge 2024F après ajustement des principaux risques identifiés par le Management dans le Plan d'Affaires de Lagardère Publishing (cf. page précédente) ; et
 - o un gain de marge de Résop attendu lié au projet logistique Imagine.
- Une reconduction d'un niveau de charges de restructuration constaté sur la période FY14A-FY24F, après nous être assurés auprès de la Direction de Lagardère Publishing de leur caractère récurrent ;
- Une variation de BFR calculée sur la base du ratio de BFR exprimé en pourcentage du chiffre d'affaires observé en 2024F ;
- Un niveau d'investissement de (1,6)% du chiffre d'affaires, en ligne avec le niveau observé sur la période FY14A-FY24F (après élimination de l'impact des investissements liés au projet Imagine sur cette période d'observation) ;
- Un niveau de dotations aux amortissements en cohérence avec les dépenses d'investissements ; et
- Un taux d'impôt théorique de 26,0%, correspondant au taux moyen des principaux contributeurs au Résop (France, Royaume-Uni, Espagne, États-Unis et Mexique), pondéré par la contribution de chacun de ces pays au Résop projeté en FY24F.

Valeur terminale (post-FY26F)

La valeur terminale calculée au-delà de la Période d'Extrapolation est construite sur la base des hypothèses suivantes :

- Un taux de croissance à long terme du chiffre d'affaires de 1,0% ;
- La marge de Résop de la fin de la Période d'Extrapolation (cf. ci-dessus) ; et
- Une reconduction des niveaux de charges de restructuration, d'investissements, et de BFR observés sur la Période d'Extrapolation (§ 1.2.2.3).

Paramètres d'évaluation

Taux d'actualisation

Le coût moyen pondéré du capital (« CMPC ») a été calculé selon l'approche du MEDAF (« Modèle d'Evaluation Des Actifs Financiers »).

La construction du taux d'actualisation repose sur des paramètres de marché sectoriels calculés au 21 février 2022.

Paramètres de marché

Nous avons mis en œuvre la méthode du MEDAF sur la base des paramètres du marché en ligne avec les pratiques locales de chaque pays en :

- France :
 - o Taux sans risque de 0,3% correspondant au rendement moyen sur 5 ans d'emprunts d'Etat français de maturité 10 ans (moyenne 5 ans retenue du fait des niveaux négatifs observés récemment) ; et
 - o Prime de risque du marché français de 7,5% issue d'une analyse historique des études de Pablo Fernandez.
- Etats-Unis :
 - o Taux sans risque de 1,7% correspondant au rendement moyen sur 3 mois d'emprunts d'Etat américains de maturité 10 ans ; et
 - o Prime de risque du marché américain de 6,3% issue d'une analyse historique des études de Pablo Fernandez.
- Royaume-Uni :
 - o Taux sans risque de 1,1% correspondant au rendement moyen sur 3 mois d'emprunts d'Etat britanniques de maturité 10 ans ; et
 - o Prime de risque du marché britannique de 6,5% issue d'une analyse historique des études de Pablo Fernandez.
- Espagne :
 - o Taux sans risque de 0,9% correspondant au rendement moyen sur 5 ans d'emprunts d'Etat espagnols de maturité 10 ans ; et
 - o Prime de risque du marché espagnol de 7,6% issue d'une analyse historique des études de Pablo Fernandez.
- Mexique :
 - o Taux sans risque de 7,2% correspondant au rendement moyen sur 5 ans d'emprunts d'Etat mexicains de maturité 10 ans ; et
 - o Prime de risque du marché mexicain de 6,6% issue d'une analyse historique des études de Pablo Fernandez.

Les périodes d'observation du taux sans risque correspondent aux pratiques de marché locales de chaque pays. A titre d'information, si une période d'observation homogène de 3 mois était appliquée, l'impact sur le taux d'actualisation serait nul, compte tenu du rendement de marché local constant.

Paramètres sectoriels

Le beta retenu s'élève à 0,89 et correspond à la moyenne des betas désendettés des sociétés Mondadori, Bloomsbury, Scholastic et John Wiley (§ 3.3.3), calculés en base mensuelle sur 5 ans au 21 février 2022 (post Covid19) ainsi qu'au 21 février 2020 (pré Covid19) afin d'intégrer un retour à des niveaux observés avant la crise sanitaire.

Prime de taille et liquidité

Nous avons retenu une prime de taille de 0,9% (source : Kroll Duff & Phelps 2022), reflétant le risque associé à la taille du Groupe qui n'est pas intégré dans les autres composantes du MEDAF.

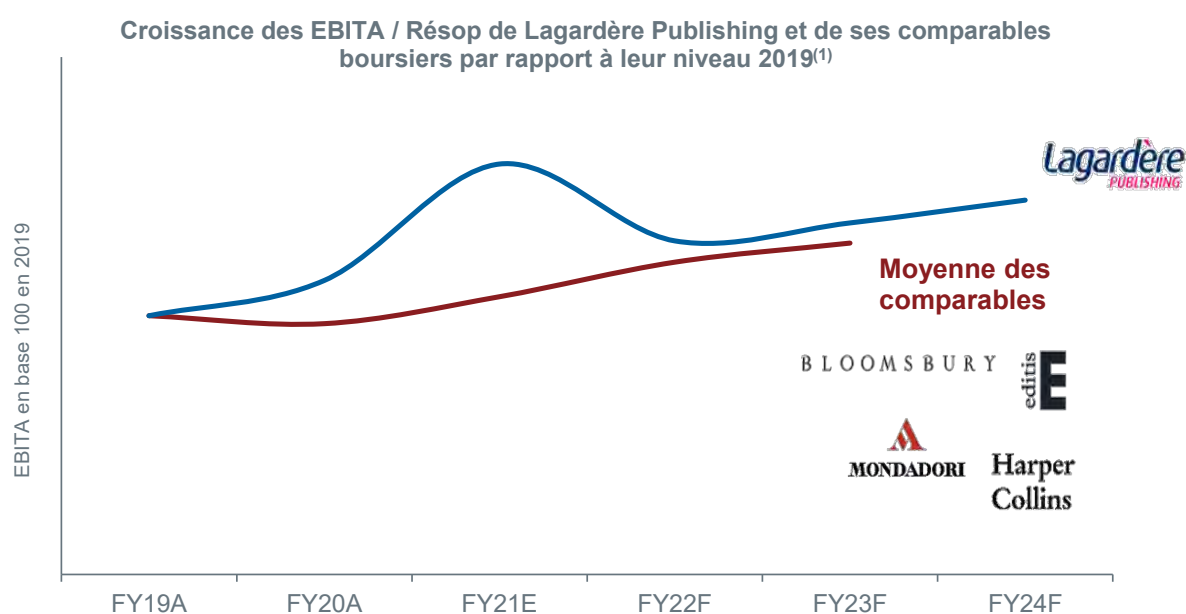
Structure financière et coût de la dette

Nous retenons la structure financière moyenne des sociétés cotées comparables, soit un *gearing*¹⁸ de 3,1%, calculé en base mensuelle sur 5 ans au 21 février 2022 (post Covid-19) ainsi qu'au 21 février 2020 (pré Covid-19).

Nous retenons un coût de la dette avant impôt par pays de 3,1% pour la France, 4,4% pour les Etats-Unis, 3,8% pour le Royaume-Uni, 3,7% pour l'Espagne et 10,0% pour le Mexique fondé sur (i) la différence de rendement entre les obligations *Corporate Euro Composite* notées BB et les obligations d'Etat zone Euro, moyenne comprise entre 3 mois et 5 ans suivant les pays, ainsi que (ii) le taux sans risque retenu pour chaque pays.

Conclusion sur le coût moyen pondéré du capital (CMPC)

Le coût moyen pondéré du capital de Lagardère Publishing ressort ainsi à 8,0%, soit un niveau situé en haut de fourchette des taux retenus par les analystes dans leurs travaux sur les sociétés comparables. Ce niveau est cohérent avec le fait que la croissance du Résop entre 2019 et 2024 est supérieure à celle des sociétés comparables, et que le taux de marge en 2024 est nettement supérieur à celui des sociétés comparables.



Note (1) : analyse réalisée à périmètre comparable 2019-2024
Source : Lagardère et consensus des sociétés comparables

Croissance à long terme

Nous retenons un taux de croissance à long terme de 1,0% en ligne avec les taux retenus par les analystes pour Lagardère Publishing et ses concurrents, car les éléments relatifs à la croissance issus

¹⁸ Calculé sur la base d'une moyenne historique de 5 ans hors impact d'IFRS 16.

de l'analyse stratégique sont transverses au secteur (cf. Synthèse du profil stratégique de Lagardère Publishing au § 1.2.2.4).

Actualisation

Les flux de trésorerie ont été actualisés à mi-année à compter du 21 février 2022, date de référence pour la valorisation.

Résultat – Valeur d'Entreprise de Lagardère Publishing à partir de la méthode DCF

en m€	Juste valeur de marché		
	Min	Central	Max
Lagardère Publishing - Valeur d'Entreprise	2 682	2 870	3 087

Source : Analyses Eight Advisory au 21 février 2022

Sur ces bases, la méthode des flux de trésorerie actualisés conduit à une fourchette de Valeur d'Entreprise (« VE ») de Lagardère Publishing comprise entre 2 682 m€ et 3 087 m€, autour d'une Valeur d'Entreprise centrale de 2 870 m€.

Analyses de sensibilité sur les résultats

Nous avons mené des analyses de sensibilité sur les principaux paramètres en faisant varier :

- le taux d'actualisation de +/- 0,5% ;
- le taux de croissance à long terme de +/- 0,5% ; et
- le taux de marge de Résop normative de +/- 1,0%.

Lagardère Publishing - Valeur d'Entreprise (m€)

Taux d'actualisation		
8,5%	8,0%	7,5%
2 682	2 870	3 087

Taux de croissance long terme		
0,50%	1,00%	1,50%
2 699	2 870	3 068

Marge de Résop normative		
9,9%	10,9%	11,9%
2 662	2 870	3 079

Source : Analyses Eight Advisory au 21 février 2022

Méthode des multiples boursiers appliquée à Lagardère Publishing

Multiples boursiers retenus

Nous avons écarté les multiples de valorisation suivants :

- Valeur d'Entreprise / Chiffre d'affaires : ces multiples sont impactés par les différences de profitabilité entre les sociétés comparables et Lagardère Publishing ; et
- Capitalisation boursière / Résultat net (« PER ») : ces multiples sont impactés par les différences de taux d'imposition et de structure financière entre les sociétés comparables et Lagardère Publishing.

Nous avons retenu les multiples de Valeur d'Entreprise rapportée à l'EBITDA (« VE/EBITDA ») et rapportée à l'EBITA (« VE/EBITA ») avant (i) frais de restructuration, (ii) rémunération en actions / actions gratuites (IFRS 2) et (iii) impact de la norme IFRS 16. Ces retraitements ont pour objectif d'homogénéiser les agrégats des comparables avec ceux de Lagardère. L'EBITA obtenu est comparable au Résop de Lagardère. Les multiples 2022 et 2023 (calendarisés au 31 décembre) des comparables ont été appliqués aux EBITDA et aux Résop 2022 et 2023 pré-IFRS16 issus du Plan d'Affaires.

La Valeur d'Entreprise des sociétés composant notre échantillon est fondée sur :

- Les capitalisations boursières déterminées à partir des cours moyens 3 mois au 21 février 2022 ; et
- La dernière position d'endettement net disponible, hors impact de la norme IFRS 16, et ajustée de la valeur comptable (i) des actifs financiers, (ii) des actifs disponibles à la vente, (iii) des participations mises en équivalence, (iv) des coentreprises et entités associées, (v) des engagements de retraites, et (vi) de la valeur des intérêts minoritaires.

L'analyse fait ressortir des multiples moyens VE/EBITDA de 8,5x et 8,1x respectivement pour FY22F et FY23F et des multiples moyens VE/EBITA de 10,5x et 9,8x respectivement pour FY22F et FY23F.

Société	VE (en m€)	VE / EBITDA		VE / EBITA	
		FY22F	FY23F	FY22F	FY23F
Mondadori	718	6,7x	6,4x	9,4x	8,6x
Bloomsbury	318	10,4x	9,8x	11,7x	11,0x
Scholastic	974	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
John Wiley	3 596	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Moyenne		8,5x	8,1x	10,5x	9,8x

Source : Analyses Eight Advisory fondées sur des données Bloomberg au 21 février 2022

Il convient de rappeler qu'aucune prévision financière n'était disponible pour Scholastic et John Wiley.

Résultat – Valeur d'Entreprise de Lagardère Publishing à partir de la méthode des multiples boursiers

en m€	Juste valeur de marché		
	Min	Central	Max
Lagardère Publishing - Valeur d'Entreprise	2 691	2 790	2 890

Source : Analyses Eight Advisory au 21 février 2022

Sur ces bases, la méthode des multiples boursiers conduit à une fourchette de Valeur d'Entreprise de Lagardère Publishing comprise entre 2 691 m€ et 2 890 m€, autour d'une Valeur d'Entreprise centrale de 2 790 m€.

Méthode des multiples de transactions appliquée à Lagardère Publishing

Multiples de Transactions retenues

Nous avons analysé les transactions sectorielles des six dernières années portant sur des transactions majoritaires et significatives (Valeur d'Entreprise supérieure à 100 m€), pour lesquelles des informations financières pertinentes étaient disponibles. Nos travaux se sont concentrés sur les sociétés opérant dans des zones géographiques similaires à celles où le Groupe est implanté. Les synergies communiquées de ces transactions ont été prises en compte dans les agrégats afin d'estimer pour la

valeur intrinsèque un multiple cohérent au numérateur et au dénominateur du point de vue des synergies.

Les multiples observés sur les transactions retenues sont présentés dans le tableau ci-dessous :

Date	Acquéreur	Cible	Pays	Description de la cible	% acquis	VE 100% (devise)	VE/ EBITDA	VE/ EBIT
Transactions internes Lagardère								
2021	Lagardère	Workman Publishing	Etats-Unis	Edition aux Etats-Unis	(*)	(*)	(*)	(*)
2021	Lagardère	J'ai Lu, Glénat et Le Livre Scolaire	France	Edition	(*)	(*)	(*)	(*)
Autres transactions Publishing								
2021	NewsCorp	Houghton Mifflin Harcourt	Etats-Unis	Fournisseur de programmes d'enseignement et d'apprentissage	100,0%	349,0	7,5x	n.a.
2021	Mondadori	De Agostini Scuola	Italie	Editeur italien de manuels scolaires	100,0%	157,5	n.a.	n.a.
2020	Bertelsmann	Simon & Schuster	Etats-Unis	Groupe d'édition centré sur la littérature et multimédia	100,0%	2 175,0	10,5x	10,7x
2020	Sanoma	Santillana	Espagne	Editeur de manuels scolaires, de formations professionnelles et livres	n.a.	465,0	8,6x	9,9x
2019	Vivendi	Editis	France	51 maisons d'édition (littérature, éducation, etc.)	100,0%	900,0	n.a.	15,0x
Moyenne							8,9x	11,0x

Source : Analyses Eight Advisory au 21 février 2022

(*) Informations confidentielles captées dans la moyenne des multiples

L'analyse des transactions identifiées fait ressortir des multiples moyens VE/EBITDA de 8,9x et des multiples moyens VE/EBIT de 11,0x (à noter que les multiples médians ressortent à un niveau plus bas).

Les multiples obtenus ont ensuite été appliqués à l'EBITDA et au Résop pré-IFRS16 de l'exercice FY22F, les années FY19A, FY20A et FY21A n'étant pas normatives compte tenu des impacts périmètres et Covid-19 sur les agrégats.

Résultat – Valeur d'Entreprise de Lagardère Publishing à partir de la méthode des transactions comparables

en m€	Juste valeur de marché		
	Min	Central	Max
Lagardère Publishing - Valeur d'Entreprise	2 787	2 909	3 030

Source : Analyses Eight Advisory au 21 février 2022

Sur ces bases, la méthode des multiples de transactions fondés sur l'EBITDA et l'EBIT conduit à une fourchette de Valeur d'Entreprise de Lagardère Publishing comprise entre 2 787 m€ et 3 030 m€, autour d'une Valeur d'Entreprise centrale moyenne de 2 909 m€.

Conclusion sur la Valeur d'Entreprise de Lagardère Publishing

en m€	Poids	Juste valeur de marché		
		Min	Central	Max
DCF	50,0%	2 682	2 870	3 087
Multiples boursiers	25,0%	2 691	2 790	2 890
Multiples de transactions	25,0%	2 787	2 909	3 030
Moyenne		2 711	2 860	3 023

Source : Analyses Eight Advisory au 21 février 2022

Les méthodes DCF et multiples sont pondérées à 50% chacune (25% pour les multiples boursiers et 25% pour les multiples de transactions). Cette pondération conduit à une Valeur d'Entreprise de Lagardère Publishing comprise dans une fourchette allant de 2 711 m€ à 3 023 m€, autour d'une valeur centrale de 2 860 m€.

3.4.3. Evaluation de Lagardère Travel Retail

Actualisation des flux futurs de trésorerie de Lagardère Travel Retail

Prévisions retenues

Nos travaux sont fondés sur le Plan d'Affaires (avec deux Cas), une Période d'Extrapolation de 2 ans et une valeur terminale.

Période des Prévisions

Le Plan d'Affaires a été retenu sans ajustement spécifique.

Extrapolation

A la suite de nos entretiens avec les Dirigeants et de la prise de connaissance des différents éléments de marché, nous avons extrapolé le Plan d'Affaires ajusté sur une durée de deux ans, soit jusqu'en 2026 (la « Période d'Extrapolation »). Cette analyse permet de faire converger progressivement la rentabilité opérationnelle de Lagardère Travel Retail de fin de Plan d'Affaires vers un niveau normatif à long terme, dont l'estimation repose sur un faisceau convergent de plusieurs benchmarks de marges observées.

Le Plan d'Affaires tient compte d'une croissance de la marge opérationnelle, notamment du fait (i) de la reprise de l'activité à la suite de la crise du Covid-19 et (ii) de l'exécution du plan LEaP. La marge observée en fin de Période des Prévisions a été estimée au regard de différents benchmarks : (i) niveau atteint en historique et sur la période du Plan d'Affaires (médiane FY14A-FY24F, cf. Performances financières historiques § 1.2.2.4), (ii) marges cibles des plans d'affaires de Lagardère Travel Retail depuis 2014, (iii) plus haut historique réalisé en FY19A, (iv) marge moyenne issue du consensus réalisé sur les sociétés comparables en 2023 (cf. Synthèse sur les enjeux du Plan d'Affaires 1.2.2.4), et (v) marge FY24F induite par l'application à Lagardère Travel Retail des trajectoires de croissance de marge des sociétés comparables entre FY22F et FY24F.

Les hypothèses sous-jacentes à la Période d'Extrapolation sont les suivantes :

- Un taux de croissance du chiffre d'affaires correspondant au taux de croissance à long terme de 2,5%, qui ressort dans la fourchette des taux appliqués par les analystes pour Lagardère Travel

Retail et les sociétés comparables retenues. Ce niveau de croissance tient également compte du potentiel de croissance en Asie du Nord ;

- Une marge de Résop convergeant vers :
 - o 3,6% dans le Cas Bas, en ligne avec le plus haut historique atteint par la branche en FY19A ; et
 - o 4,4% dans le Cas Haut, fondé sur (i) une marge d'EBITDA stable par rapport au pic de FY24F, et (ii) des dépréciations et amortissements en ligne avec les investissements.

La marge de Résop moyenne issue des deux cas s'élève ainsi à 4,0%, niveau compris dans la fourchette des benchmarks mentionnés ci-dessus ;

- Des charges de restructuration en ligne avec les niveaux observés historiquement sur la période FY14A-FY24F, exprimés en pourcentage du chiffre d'affaires, après nous être assurés auprès de la Direction de Lagardère Travel Retail de leur caractère récurrent ;
- Une variation de BFR calculée sur la base du ratio de BFR exprimé en pourcentage du chiffre d'affaires observé en FY24F ;
- Un niveau d'investissement issu des observations historiques exprimées en pourcentage du chiffre d'affaires, et en ligne avec le niveau projeté en FY24F sur la Période des Prévisions ; et
- Un taux d'impôt théorique de 26,5% correspondant au taux d'impôt moyen des principaux pays contributeurs au Résop (Etats-Unis, Chine et Hong Kong, Italie, France et Belgique), pondéré par la contribution de chacun de ces pays au Résop projeté en FY24F.

Valeur terminale (post FY26F)

La valeur terminale calculée au-delà de la Période d'Extrapolation est construite selon les hypothèses suivantes :

- Un taux de croissance à long terme du chiffre d'affaires de 2,5% ;
- La marge de Résop de la fin de la Période d'Extrapolation (cf. ci-dessus) ; et
- Des niveaux de charges de restructuration, de taux d'impôt, d'investissements et de BFR maintenus stables en pourcentage du chiffre d'affaires par rapport à la Période d'Extrapolation.

Paramètres d'évaluation

Taux d'actualisation

Le coût moyen pondéré du capital a été calculé selon l'approche du MEDAF.

La construction du taux d'actualisation repose sur des paramètres de marché sectoriels calculés au 21 février 2022.

Paramètres de marché

Nous avons mis en œuvre la méthode du MEDAF sur la base des paramètres du marché en ligne avec les pratiques locales de chaque pays en :

- Etats-Unis :
 - o Taux sans risque de 1,7% correspondant au rendement moyen sur 3 mois d'emprunts d'Etat américains de maturité 10 ans ; et
 - o Prime de risque du marché américain de 6,3% issue d'une analyse historique des études de Pablo Fernandez.
- Chine (avec Hong Kong) :
 - o Taux sans risque de 2,8% correspondant au rendement moyen sur 3 mois d'emprunts d'Etat chinois de maturité 10 ans ; et
 - o Prime de risque du marché chinois de 7,9% issue d'une analyse historique des études de Pablo Fernandez.
- Italie :
 - o Taux sans risque de 1,0% correspondant au rendement moyen sur 2 ans d'emprunts d'Etat italiens de maturité 10 ans ; et
 - o Prime de risque du marché italien de 7,1% issue d'une analyse historique des études de Pablo Fernandez.
- France :
 - o Taux sans risque de 0,3% correspondant au rendement moyen sur 5 ans d'emprunts d'Etat français (moyenne 5 ans retenue du fait des niveaux négatifs observés récemment) de maturité 10 ans ; et
 - o Prime de risque du marché français de 7,5% issue d'une analyse historique des études de Pablo Fernandez.
- Belgique :
 - o Taux sans risque de 0,3% correspondant au rendement moyen sur 5 ans d'emprunts d'Etat belges de maturité 10 ans ; et
 - o Prime de risque du marché belge de 7,2% issue d'une analyse historique des études de Pablo Fernandez.

Les périodes d'observation du taux sans risque correspondent aux pratiques de marché locales de chaque pays. A titre d'information, si une période d'observation homogène de 3 mois était appliquée, l'impact sur le taux d'actualisation serait nul, compte tenu du rendement de marché local constant.

Paramètres sectoriels

Le beta retenu s'élève à 0,92 et correspond à la moyenne des betas désendettés des deux échantillons de sociétés comparables (échantillon 1 composé de Dufry et échantillon 2 composé de SSP, WH Smith et Autogrill, cf. § 3.3.3), calculés en base mensuelle 5 ans au :

- 21 février 2022 (post Covid-19), et
- 21 février 2020, (pré Covid-19), permettant d'intégrer un retour aux niveaux observés avant la crise sanitaire.

Prime de taille et liquidité

Nous avons retenu une prime de taille de 0,9% (source : Kroll Duff & Phelps 2022), reflétant le risque associé à la taille du Groupe, qui n'est pas intégré dans les autres composantes du MEDAF.

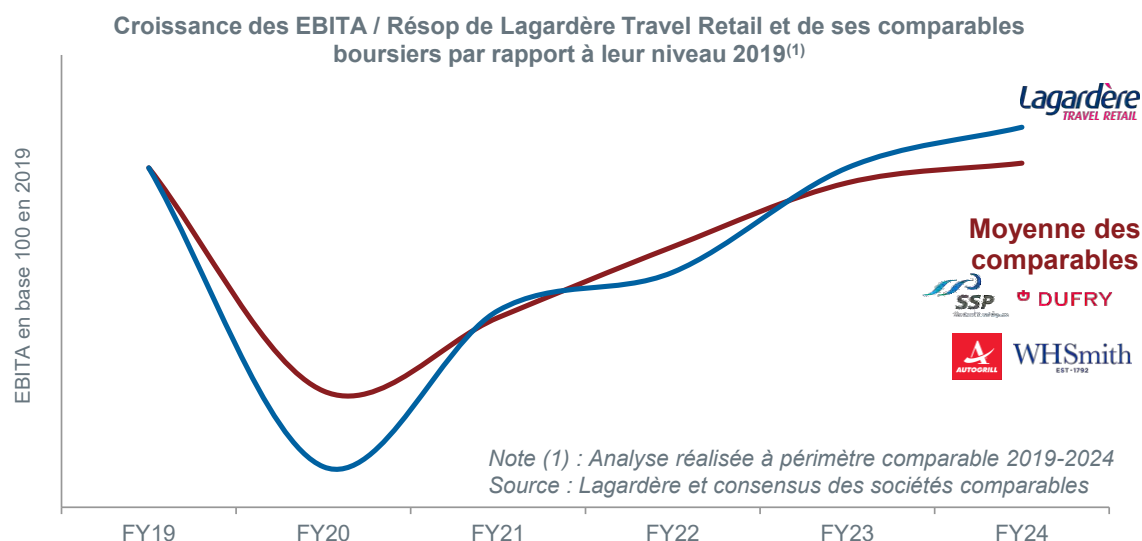
Structure financière et coût de la dette

Nous retenons la structure financière moyenne des deux échantillons de sociétés cotées comparables, soit un *gearing* de 39,6%, calculé en base mensuelle sur 5 ans (i) au 21 février 2022 (post Covid-19), et (ii) au 21 février 2020 (pré Covid-19).

Nous retenons un coût de la dette avant impôt de 4,4% pour les Etats-Unis, 5,5% pour la Chine et Hong Kong, 3,8% pour l'Italie, 3,1% pour la France et 3,1% pour la Belgique. Ces données sont fondées sur (i) la différence de rendement entre les obligations *Corporate Euro Composite* notées BB et les obligations d'Etat zone Euro, moyenne comprise entre 3 mois et 5 ans suivant les pays, ainsi que (ii) le taux sans risque par pays.

Conclusion sur le coût moyen pondéré du capital (CMPC)

Le coût moyen pondéré du capital de Lagardère Travel Retail ressort ainsi à 8,5%, en haut de fourchette des taux retenus par les analyses pour le Groupe et les sociétés comparables retenues, et cohérent avec le niveau supérieur de croissance du Résop d'ici 2024.



Croissance à long terme

Nous retenons un taux de croissance à long terme de 2,5%, en ligne avec les taux retenus par les analystes pour les comparables cotés, car les éléments relatifs à la croissance issus de l'analyse stratégique sont transverses au secteur (cf. Synthèse du profil stratégique de Lagardère Travel Retail au § 1.2.2.4).

Autres

Les flux de trésorerie ont été actualisés à mi-année à compter du 21 février 2022, date de référence pour la valorisation.

Nos travaux intègrent des hypothèses relatives à la probabilité et aux conditions de renouvellement de la concession ADP.

Résultat – Valeur d'Entreprise de Lagardère Travel Retail à partir de la méthode DCF

en m€	VE Lagardère Travel Retail		
	Min	Central	Max
Méthode DCF	1 893	2 064	2 267

Source : Analyses Eight Advisory au 21 février 2022

Sur ces bases, la méthode des flux de trésorerie actualisés conduit à une fourchette de Valeur d'Entreprise moyenne entre les Cas Haut et Bas de Lagardère Travel Retail comprise entre 1 893 m€ et 2 267 m€, autour d'une Valeur d'Entreprise centrale de 2 064 m€.

Analyses de sensibilité sur les résultats

Nous avons mené des analyses de sensibilité sur les principaux paramètres en faisant varier :

- le taux d'actualisation de +/- 0,5% ;
- le taux de croissance à long terme de +/- 0,5% ; et
- le taux de marge de Résop normatif de +/- 0,5%.

Lagardère Travel Retail - Valeur d'Entreprise (m€)

Taux d'actualisation		
9,0%	8,5%	8,0%
1 893	2 064	2 267

Taux de croissance à long terme		
2,00%	2,50%	3,00%
1 898	2 064	2 261

Marge moyenne de Résop normative		
3,5%	4,0%	4,5%
1 828	2 064	2 301

Source : Analyses Eight Advisory au 21 février 2022

Méthode des multiples boursiers appliquée à Lagardère Travel Retail

Multiples boursiers retenus

Nous avons écarté les multiples de valorisation suivants :

- Valeur d'Entreprise / Chiffre d'affaires : les résultats sont impactés par les différences de profitabilité entre Lagardère Travel Retail et les sociétés comparables ;
- Valeur d'Entreprise / EBITDA : les résultats sont impactés par les différences de niveaux de conversion *cash* de l'EBITDA entre Lagardère Travel Retail et les sociétés comparables : appliquer le multiple d'EBITDA des sociétés comparables ne permet pas de capturer le fait que la génération de trésorerie de Lagardère Travel Retail est plus faible que celle des sociétés comparables (marge d'EBITDA plus faible pour un poids de l'intensité capitalistique similaire) ;
- Capitalisation boursière / Résultat net (« PER ») : les résultats sont impactés par les différences de taux d'imposition et de structure financière.

Nous avons ainsi retenu les multiples de Valeur d'Entreprise rapportée à l'EBITA (« VE/EBITA ») avant (i) frais de restructuration, (ii) rémunération en actions / actions gratuites (IFRS 2) et (iii) impact de la norme IFRS 16. Ces retraitements ont pour objectif d'homogénéiser les agrégats des comparables avec ceux de Lagardère Travel Retail. L'EBITA obtenu est comparable au Résop de Lagardère Travel Retail.

Les multiples 2023 (calendarisés au 31 décembre) ont ensuite été appliqués aux Résop FY23F des Cas Haut et Bas. Les multiples des comparables n'ont pas été appliqués (i) au Résop FY22F, dont le niveau trop faible n'est pas représentatif, et (ii) au Résop FY24F, du fait du nombre insuffisant de prévisions pour les sociétés comparables cotées.

La Valeur d'Entreprise des sociétés composant notre échantillon est fondée sur :

- Les capitalisations boursières, déterminées sur la base des cours moyens 3 mois au 21 février 2022 ; et
- Le dernier endettement net disponible, hors impact de la norme IFRS 16. Ce dernier a également été ajusté de la valeur comptable (i) des actifs financiers, (ii) des actifs et passifs disponibles à la vente, (iii) des participations mises en équivalence, (iv) des coentreprises et entités associées, (v) des engagements de retraites, et (vi) de la valeur des intérêts minoritaires.

L'analyse fait ressortir un multiple moyen VE/EBITA de 11,8x pour FY23F.

Société	VE (en m€)	VE/EBITA FY23F
Dufry	7 104	10,1x
Echantillon 1		10,1x
SSP Group	2 874	12,9x
WH Smith	2 729	13,7x
Autogrill	2 861	14,2x
Echantillon 2		13,6x
Moyenne des échantillons		11,8x

Source : Analyses Eight Advisory fondées sur des données Bloomberg au 21 février 2022

Nos travaux intègrent des hypothèses relatives à la probabilité et aux conditions de renouvellement de la concession ADP

Résultat – Valeur d'Entreprise de Lagardère Travel Retail à partir de la méthode des multiples boursiers

en m€	VE Lagardère Travel Retail		
	Min	Central	Max
Méthode des multiples boursiers	2 056	2 144	2 233

Source : Analyses Eight Advisory au 21 février 2022

Sur ces bases, la méthode des multiples boursiers fondée sur l'EBITA conduit à une fourchette de Valeur d'Entreprise moyenne entre les Cas Haut et Bas de Lagardère Travel Retail comprise entre 2 056 m€ et 2 233 m€, autour d'une valeur centrale de 2 144 m€.

Méthode des multiples de transactions appliquée à Lagardère Travel Retail

Multiples de transactions retenues

Nous avons analysé les transactions sectorielles des six dernières années portant sur des transactions significatives (Valeur d'Entreprise supérieure à 100 m€), pour lesquelles des informations financières pertinentes étaient disponibles. Nos travaux se sont concentrés sur les sociétés opérant dans des zones géographiques similaires à celles où le Groupe est implanté. Les synergies communiquées sur ces transactions ont été prises en compte dans les agrégats afin d'estimer pour la valeur intrinsèque un multiple cohérent au numérateur et au dénominateur du point de vue des synergies.

De la même manière que pour les multiples boursiers, les multiples de chiffre d'affaires et d'EBITDA ont été écartés car ils ne permettaient pas de tenir compte des différences de profitabilité et de conversion *cash* (cf § Multiples boursiers retenus).

Le multiple a ensuite été appliqué au Résop FY19A, dont le niveau est représentatif car il s'agit de la dernière année historique non impactée par la crise sanitaire.

Les multiples observés sur les transactions retenues sont présentés dans le tableau ci-dessous :

Date	Acquéreur	Cible	Pays	Description de la cible	% acquis	VE 100% (devise)	VE/ EBIT
Transactions internes Lagardère							
2019	Lagardère	Inter. Duty Free	Belgique	Duty free en aéroport	100%	250	n.a.
2018	Lagardère	Hojeij Branded Foods	Etats-Unis	Restauration en aéroport	100%	330	13,1x
Autres transactions Travel Retail							
2020	Dufry	Hudson	Etats-Unis	Travel essentials et duty free	43%	1 105	11,4x
2019	WH Smith	Marshall Retail	Etats-Unis	Magasins de détail en aéroport	100%	400	13,2x
2019	PAI Partners	Areas	France	Restauration en aéroport	100%	1 542	14,0x
2018	WH Smith	InMotion Entertainment	Etats-Unis	Travel essentials en aéroports	100%	198	n.a.
Moyenne							12,9x

Source : Analyses Eight Advisory au 21 février 2022

L'analyse fait ressortir un multiple moyen VE/EBIT de 12,9x (à noter que le multiple médian VE/EBIT de 13,2x serait en ligne avec le multiple moyen).

Nos travaux intègrent des hypothèses relatives à la probabilité et aux conditions de renouvellement de la concession ADP

Résultat – Valeur d'Entreprise de Lagardère Travel Retail à partir de la méthode des transactions comparables

en m€	VE Lagardère Travel Retail		
	Min	Central	Max
Méthode des transactions comparables	1 658	1 896	2 058

Source : Analyses Eight Advisory au 21 février 2022

Sur ces bases, la méthode des multiples de transactions fondés sur l'EBIT conduit à une fourchette de Valeur d'Entreprise moyenne entre les Cas Haut et Bas de Lagardère Travel Retail comprise entre 1 658 m€ et 2 058 m€, autour d'une valeur centrale de 1 896 m€.

Conclusion sur la Valeur d'Entreprise de Lagardère Travel Retail

en m€	Poids	VE Lagardère Travel Retail		
		Min	Central	Max
DCF	50,0%	1 893	2 064	2 267
Multiples boursiers	25,0%	2 056	2 144	2 233
Multiples de transactions	25,0%	1 658	1 896	2 058
Moyenne		1 875	2 042	2 206

Source : Analyses Eight Advisory au 21 février 2022

Les méthodes DCF et multiples sont pondérées à 50% chacune (25% pour les multiples boursiers et 25% pour les multiples de transactions). Cette pondération conduit à une Valeur d'Entreprise de Lagardère Travel Retail comprise dans une fourchette allant de 1 875 m€ à 2 206 m€, autour d'une valeur centrale de 2 042 m€.

3.4.4. Evaluation des Autres Activités

Paramètres d'évaluation

Taux d'actualisation

Les taux d'actualisation des activités Elle International, Radio, Lagardère Paris Racing et Live Entertainment ont été calculés selon l'approche du MEDAF et reposent sur des paramètres de marché sectoriels calculés au 21 février 2022.

Paramètres de marché

Nous avons mis en œuvre la méthode du MEDAF sur la base des paramètres du marché français, soit :

- Un taux sans risque de 0,3% correspondant au rendement moyen sur 5 ans d'emprunts d'Etat français de maturité 10 ans ; et
- Une prime de risque du marché français de 7,5% issue d'une analyse historique des études de Pablo Fernandez.

Paramètres sectoriels

Le beta correspond à la moyenne des betas désendettés des sociétés de l'échantillon, calculés en base mensuelle sur 5 ans au 21 février 2020 (pré Covid-19) et au 21 février 2022 (post Covid-19)¹⁹ et s'élève ainsi à :

- 0,87 pour l'activité Elle international²⁰ ;
- 0,88 pour l'activité Radio²¹ ;
- 1,09 pour l'activité Lagardère Paris Racing²² ; et

¹⁹ A l'exception de Lagardère Paris Racing où le beta a été calculé en base hebdomadaire sur 2 ans en raison d'une période de cotation insuffisante pour le calcul sur 5 ans.

²⁰ Echantillon composé de Roularta, Gannett, RCS MediaGroup, North Media, Arnoldo Mondadori et New York Times.

²¹ Echantillon composé de NRJ Group, RTL Group, M6, Klassik Radio et Saga Communications.

²² Echantillon composé de Basic-Fit, Gym Group et Actic Group.

- 0,99 pour l'activité Live Entertainment²³.

Prime de taille et liquidité

Nous avons retenu une prime de taille de 0,9% pour les activités Elle International, Radio, Lagardère Paris Racing et Live Entertainment (source : Kroll Duff & Phelps 2022), reflétant le risque associé à la taille du Groupe qui n'est pas intégré dans les autres composantes du MEDAF.

Structure financière et coût de la dette

Nous retenons la structure financière moyenne des sociétés cotées comparables, soit un *gearing*²⁴ de :

- 26,5% pour l'activité Elle International ;
- Nul pour l'activité Radio ;
- 55,3% pour l'activité Lagardère Paris Racing ; et
- 46,9% pour l'activité Live Entertainment.

Nous retenons pour ces activités un coût de la dette de 3,1% avant impôt fondé sur (i) la différence de rendement entre les obligations *Corporate Euro Composite* notées BB et les obligations d'Etat zone Euro moyenne 5 ans ainsi que (ii) le taux sans risque de 0,3% correspondant au rendement moyen sur 5 ans d'emprunts d'Etat français de maturité 10 ans.

Conclusion sur le coût moyen pondéré du capital (CMPC)

Les coûts moyens pondérés du capital des Autres Activités ressortent en bas de fourchette par rapport aux taux retenus par les analystes dans leurs travaux sur les sociétés comparables²⁵, soit à :

- 7,5% pour l'activité Elle International ;
- 7,8% pour l'activité Radio ;
- 9,0% pour l'activité Lagardère Paris Racing ; et
- 8,3% pour l'activité Live Entertainment.

Croissance à long terme

Nous retenons des taux de croissance à long terme ressortant dans la fourchette des taux appliqués par les analystes suivant les sociétés comparables retenues, soit :

- 0,5% pour l'activité Elle International ;
- 0,8% pour l'activité Radio ;
- 2,0% pour l'activité Lagardère Paris Racing ; et
- 1,5% pour l'activité Live Entertainment.

²³ Echantillon composé de GL Events, Hyve Group, Fiera Milano et MCH Group.

²⁴ Calculé sur la base d'une moyenne historique de 5 ans pour les activités Elle International, Radio et Live Entertainment et de 2 ans pour l'activité Lagardère Paris Racing, hors impact de l'IFRS 16 conformément aux données retenues pour le calcul du beta.

²⁵ A l'exception de Lagardère Paris Racing où le coût moyen pondéré du capital ressort en haut de fourchette.

Evaluation des Autres Activités

Presse

Nous avons retenu le prix de l'offre reçue par le Groupe Lagardère le 2 avril 2021 pour l'acquisition de l'activité Presse, soit 80 m€.

Nous avons réalisé une analyse alternative fondée sur des multiples sectoriels de transaction en France (en utilisant le chiffre d'affaires comme agrégat de référence en raison du faible niveau de rentabilité), menant à des résultats inférieurs. Le faible niveau d'information publiquement disponible sur ces transactions limite la pertinence de cette analyse alternative qui n'a finalement pas été retenue.

Radio

L'activité Radio de Lagardère présentant des prévisions financières déficitaires sur l'horizon du Plan d'Affaires, nous avons mis en œuvre une évaluation par la méthode des transactions comparables en utilisant le chiffre d'affaires comme agrégat de référence.

Multiple de transaction retenu

Il existe peu de transactions concernant des sociétés ou des actifs de radio en France et, plus largement, en Europe. Par conséquent, nous avons concentré notre analyse sur l'acquisition par le Groupe M6 des activités radio de RTL en France auprès de RTL Group dont le niveau de comparabilité nous semble adéquat.

Au moment de son acquisition par le Groupe M6, RTL Radio était rentable, avec une marge d'EBIT représentant environ 10% du chiffre d'affaires. Afin de limiter l'impact de cet écart de rentabilité sur la pertinence de la valorisation, l'analyse de valorisation repose sur (i) l'application du multiple au chiffre d'affaires 2027 extrapolé et (ii) la prise en compte des flux de trésorerie sur la période 2022-2026.

Cette approche est fondée sur une hypothèse optimiste d'amélioration du chiffre d'affaires de l'activité Radio sur la période 2025-2027 (notamment l'amélioration de la part d'audience d'Europe 1), permettant à celle-ci d'atteindre à horizon 2027 un niveau de marge d'EBIT en ligne avec RTL Radio au moment de son acquisition par le Groupe M6.

Le multiple observé sur cette transaction est rappelé dans le tableau ci-dessous :

Date	Acquéreur	Cible	Pays	Description de la cible	% acquis	VE (100%)	VE / CA	Marge EBIT
2017	Groupe M6	RTL Radio	France	Radios (RTL, RTL 2, Fun Radio, etc.)	100%	194	1,2x	10%

Source : Analyses Eight Advisory au 21 février 2022

L'analyse fait ressortir un multiple de chiffre d'affaires de 1,2x.

Résultat et analyse de sensibilité

En m€	Radio
Multiple VE / CA	1,2x
Facteur d'actualisation	0,7x
Multiple VE / CA actualisé	0,9x
Valeur d'Entreprise 2027 actualisée	105
Valeur d'Entreprise yc flux intermédiaires	78

Source : Analyses Eight Advisory au 21 février 2022

Sur ces bases, la méthode des multiples de transactions conduit à une Valeur d'Entreprise de l'activité Radio de 78 m€.

Nous avons également mené une analyse de sensibilité en faisant varier le taux d'actualisation de +/- 0,5% :

Radio - Valeur d'Entreprise (en m€)		
Taux d'actualisation		
7,3%	7,8%	8,3%
80	78	76

Source : Analyses Eight Advisory au 21 février 2022

La Valeur d'Entreprise de l'activité Radio ressort ainsi dans une fourchette comprise entre 76 m€ et 80 m€.

Autres Activités valorisées à partir de la méthode DCF (Elle International, Lagardère Paris Racing, Live Entertainment et Coûts de Structure)

Nous avons estimé la Valeur d'Entreprise de ces activités par la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie.

Nos travaux sont fondés sur (i) le Plan d'Affaires, (ii) une période d'extrapolation²⁶ et (iii) une valeur terminale.

Extrapolation

Les hypothèses sous-jacentes à la période d'extrapolation de ces activités sont les suivantes :

- Une croissance du chiffre d'affaires correspondant au taux de croissance à long terme ;
- Une marge d'EBITDA stable correspondant au niveau observé en dernière année du Plan d'Affaires²⁷ ;
- Des charges de restructuration nulles, en ligne avec les niveaux observés historiquement ainsi que sur l'horizon du plan ;
- Une variation de BFR nulle ;

²⁶ Une période d'extrapolation d'une durée (i) de deux ans pour les activités Elle International, Live Entertainment et Coûts de Structure et (ii) de quatre ans pour l'activité Lagardère Paris Racing compte tenu de l'extension de la concession jusqu'en décembre 2028.

²⁷ A l'exception de l'activité Live Entertainment pour laquelle nous avons retenu comme marge normative la marge moyenne sur la période 2018-2024 (excluant les années 2020 et 2021 impactées par la crise sanitaire).

- Un niveau d'investissement²⁸ en ligne avec les niveaux observés historiquement ainsi que sur l'horizon du Plan d'Affaires, et une convergence progressive des dotations aux amortissements vers ce même taux ; et
- Un taux d'impôt de 25,8%, en ligne avec le taux d'imposition en vigueur en France à partir de 2022.

Valeur terminale

Les valeurs terminales calculées au-delà des périodes d'extrapolation sont construites selon les hypothèses suivantes :

- Un taux de croissance à long terme de 0,5% pour Elle International, 2,0% pour Lagardère Paris Racing, 1,5% pour l'activité Live Entertainment et 1,8% pour les Coûts de Structure ;
- Un niveau de marge d'EBITDA²⁹ stable par rapport à la période d'extrapolation ; et
- Des niveaux de charges de restructuration, de taux d'impôt, d'investissements et de BFR maintenus stables en pourcentage du chiffre d'affaires par rapport à la période d'extrapolation.

Résultat et analyse de sensibilité

Nous avons mené une analyse de sensibilité en faisant varier le taux d'actualisation de +/- 0,5% :

Autres Activités (DCF) - Valeur d'Entreprise (en m€)		
Taux d'actualisation		
0,5%	-	(0,5)%
99	132	166

Source : Analyses Eight Advisory au 21 février 2022

La Valeur d'Entreprise des Autres Activités estimée selon l'approche DCF ressort ainsi dans une fourchette comprise entre 99 m€ et 166 m€, autour d'une valeur centrale de 132 m€.

Conclusion sur la Valeur d'Entreprise des Autres Activités

Nous présentons ci-dessous la synthèse sur la Valeur d'Entreprise des Autres Activités :

En m€	Min	Central	Max
Presse	80	80	80
Radio	76	78	80
Autres Activités (méthode DCF)	99	132	166
Valeur d'Entreprise des Autres Activités	255	290	326

Source : Analyses Eight Advisory au 21 février 2022

La Valeur d'Entreprise des Autres Activités ressort ainsi dans une fourchette comprise entre 255 m€ et 326 m€, autour d'une valeur centrale de 290 m€.

²⁸ Représentant (6)% du chiffre d'affaires pour Lagardère Paris Racing, (6)% pour Live Entertainment et nul pour Elle International et les Coûts de Structures.

²⁹ A l'exception de l'activité Lagardère Paris Racing pour laquelle nous avons intégré l'hypothèse optimiste (i) d'une probabilité de renouvellement de la concession en ligne avec le niveau de renouvellement des concessions du Groupe et (ii) d'une baisse de la marge liée au renouvellement de la concession.

3.4.5. Conclusion de l'approche « somme des parties »

En m€	Juste valeur de marché		
	Min	Central	Max
Lagardère Publishing	2 711	2 860	3 023
Lagardère Travel Retail	1 875	2 042	2 206
Lagardère Autres Activités	255	290	326
Lagardère - Valeur d'Entreprise	4 841	5 192	5 556
(-) Dette financière nette ajustée	(1 676)	(1 676)	(1 676)
Lagardère - Valeur des Fonds Propres	3 165	3 516	3 880
Nombre d'actions retenu (en millions d'actions)	141,6	141,6	141,6
Lagardère - Valeur par action	22,3 €	24,8 €	27,4 €
Primes induites	14,1%	2,7%	(6,9)%

Source : Analyses Eight Advisory au 21 février 2022

Sur ces bases, l'analyse somme des parties conduit à une valeur centrale de 24,8 € par action.

Le prix proposé dans l'OPA, soit 25,50 € par action, fait ainsi ressortir une prime offerte de 2,7% par rapport à la valeur centrale obtenue par l'approche « somme des parties ».

L'analyse de sensibilité fait ressortir des valeurs comprises entre 22,3 € et 27,4 € par action, soit une prime offerte comprise entre 14,1% et (6,9)%.

3.5. Actualisation des flux de dividendes

La méthode du rendement par actualisation des flux de dividendes futurs (« DDM ») consiste à déterminer directement la Valeur des Fonds Propres d'une société en actualisant ses dividendes futurs.

Sur la période allant de 2015 à 2019, le Groupe a distribué un dividende ordinaire de 1,30 € par action Lagardère. Le Groupe n'a pas distribué de dividende en 2020 et 2021 en raison de la crise sanitaire et de ses difficultés.

Les covenants prévoient le versement d'un dividende maximum (i) de 0,50 € par action au titre de l'exercice 2021 (dividende versé en 2022), sous condition d'un endettement financier net inférieur à 2 000 m€, (ii) de 1,30 € par action au titre de l'exercice 2022 (versé en 2023) et (iii) de 1,30 € par action à partir de 2023 (versé en 2024) avec la possibilité d'augmenter ce montant en fonction du ratio d'endettement financier net du Groupe.

Le Plan d'Affaires intègre cette trajectoire de versement de dividendes, soit 0,50 € par action Lagardère en 2022, puis 1,30 € en 2023 et 2024.

La mise en œuvre de la méthode DDM repose sur (i) les prévisions de flux de trésorerie et (ii) les différentes contraintes de distribution applicables (niveaux de fonds propres, de trésorerie et de covenants). Le calcul du dividende repose sur :

- Les flux de trésorerie du Plan d'Affaires ;
- L'élimination des flux de trésorerie négatifs des activités Presse et Radio et la prise en compte de la valeur de ces activités retenue dans l'approche par somme des parties ;
- La construction d'une période d'extrapolation jusqu'en 2035 (la « Période d'Extrapolation DDM ») reposant sur les hypothèses d'extrapolation retenues pour l'application de la méthode par somme des parties, les échéances de la dette actuelle et l'objectif d'une structure financière

cible, qui, une fois atteinte, permettrait théoriquement à Lagardère de distribuer l'intégralité de son résultat net en dividende ; et

- La prise en compte des contraintes de distribution de dividendes précitées.

3.5.1. Dividendes prévisionnels

Ajustement du Plan d'Affaires

Dans la mesure où le Plan d'Affaires repose sur des flux de trésorerie négatifs qui ne permettent pas de refléter la valeur des activités Presse et Radio, ils ont été retraités et la valeur de ces actifs estimée dans l'approche par somme des parties a été prise en compte.

Par ailleurs, la position de dette financière nette estimée au 31 décembre 2021 du Plan d'Affaires a été ajustée afin de tenir compte (i) du niveau final publié et (ii) de l'ajustement de trésorerie relatif à l'écart entre la variation du BFR au 31 décembre 2021 et celle projetée dans le Plan d'Affaires³⁰ (§ 3.3.2).

Construction de la Période d'Extrapolation DDM

Sur la période 2025-2027, la Période d'Extrapolation DDM repose sur la consolidation des périodes d'extrapolation des activités Publishing, Travel Retail et Autres Activités³¹. Au-delà de 2027, nous avons considéré une croissance de l'activité indexée sur le taux de croissance à long terme pondéré³² en fonction du poids des activités Publishing et Travel Retail, soit 1,8%.

Nous avons par ailleurs retenu l'hypothèse d'un alignement progressif du niveau de distribution des sociétés mises en équivalence et des intérêts minoritaires de Lagardère sur le niveau de résultat net généré par les entités concernées.

Enfin, nous avons pris en compte l'économie d'impôt attachée (i) aux déficits fiscaux reportables activés et non activés et (ii) à l'amortissement des écarts d'acquisition et des autres actifs incorporels résultant d'acquisitions réalisées aux Etats-Unis.

Contraintes au-delà de 2024

Compte tenu des flux de trésorerie générés sur la Période d'Extrapolation DDM et des échéances de la dette actuelle, le niveau des dividendes 2023 et 2024 (1,3 € par action) a été maintenu jusqu'à ce qu'une structure financière cible soit atteinte. Sur la Période d'Extrapolation DDM, le *Payout Ratio* moyen s'élève ainsi à 62%.

La structure financière cible est celle observée sur les comparables cotés et a été déterminée en pondérant³³ les *gearings*³⁴ sectoriels moyens des activités Publishing et Travel Retail. Elle tient compte d'un niveau minimum de trésorerie disponible. Elle est atteinte en 2031, année au-delà de laquelle le Groupe distribuerait l'intégralité de son résultat net en dividende, soit un *Payout Ratio* de 100%.

³⁰ Pour rappel, (24) m€.

³¹ A l'exception des activités Presse et Radio.

³² Le poids des activités Publishing et Travel Retail a été déterminé en fonction de la Valeur d'Entreprise issue de la méthode DCF.

³³ Le poids des activités Publishing et Travel Retail a été déterminé en fonction de la Valeur d'Entreprise issue de la méthode DCF.

³⁴ Structure financière (dette financière nette / Fonds Propres) calculée sur la base d'une moyenne historique de 5 ans avant et après Covid-19 hors impact de l'IFRS 16.

3.5.2. Paramètres d'évaluation

Taux d'actualisation

Le taux d'actualisation retenu correspond au coût des Fonds Propres du Groupe. Il a été déterminé à partir des coûts des Fonds Propres estimés pour les activités Publishing (§ 3.4.2) et Travel Retail (§ 3.4.3), calculés selon l'approche du MEDAF et pondérés par leur contribution à la Valeur d'Entreprise issue de la méthode d'évaluation DCF. Le taux d'actualisation ressort ainsi à 9,3%.

Taux de croissance à long terme

Le taux de croissance à long terme retenu correspond aux taux des activités Publishing (§ 3.4.2) et Travel Retail (§ 3.4.3) pondérés par leur contribution à la Valeur d'Entreprise issue de la méthode d'évaluation DCF, soit 1,8%.

Actualisation des dividendes

Les dividendes ont été actualisés au 21 février 2022 avec une hypothèses de date de versement du dividende en mai de chaque année.

3.5.3. Résultats

Sur ces bases, la méthode du rendement par actualisation des flux de dividendes futurs conduit à une valeur centrale de 23,8 € par action.

En m€	Juste valeur de marché		
	Min	Central	Max
Lagardère - Valeur des Fonds Propres	3 129	3 371	3 650
Nombre d'actions retenu (en millions d'actions)	141,6	141,6	141,6
Lagardère - Valeur par action	22,1 €	23,8 €	25,8 €
Primes induites	15,4%	7,1%	(1,1)%

Source : Analyses Eight Advisory au 21 février 2022

Le prix proposé dans l'OPA, soit 25,50 € par action, fait ainsi ressortir une prime offerte de 7,1% par rapport à la valeur centrale obtenue par la méthode DDM.

3.5.4. Analyse de sensibilité

Nous avons mené des travaux d'analyse de sensibilité sur les principaux paramètres en faisant varier de +/- 0,5% le taux d'actualisation et de +/- 0,5% le taux de croissance à long terme.

Valeur par action (€)

Taux d'actualisation		
8,8%	9,3%	9,8%
25,8 €	23,8 €	22,1 €

Taux de croissance à long terme		
2,3%	1,8%	1,3%
24,6 €	23,8 €	23,1 €

Source : Analyses Eight Advisory au 21 février 2022

Prime induite du prix de l'Offre Principale sur la valeur par action

Taux d'actualisation		
8,8%	9,3%	9,8%
(1,1)%	7,1%	15,4%

Taux de croissance à long terme		
2,3%	1,8%	1,3%
3,7%	7,1%	10,3%

Source : Analyses Eight Advisory au 21 février 2022

L'analyse de sensibilité fait ressortir des valeurs comprises entre 22,1 € et 25,8 € par action, soit une prime offerte comprise entre (1,1)% et 15,4%.

3.6. Références d'évaluation

3.6.1. Référence au cours de bourse

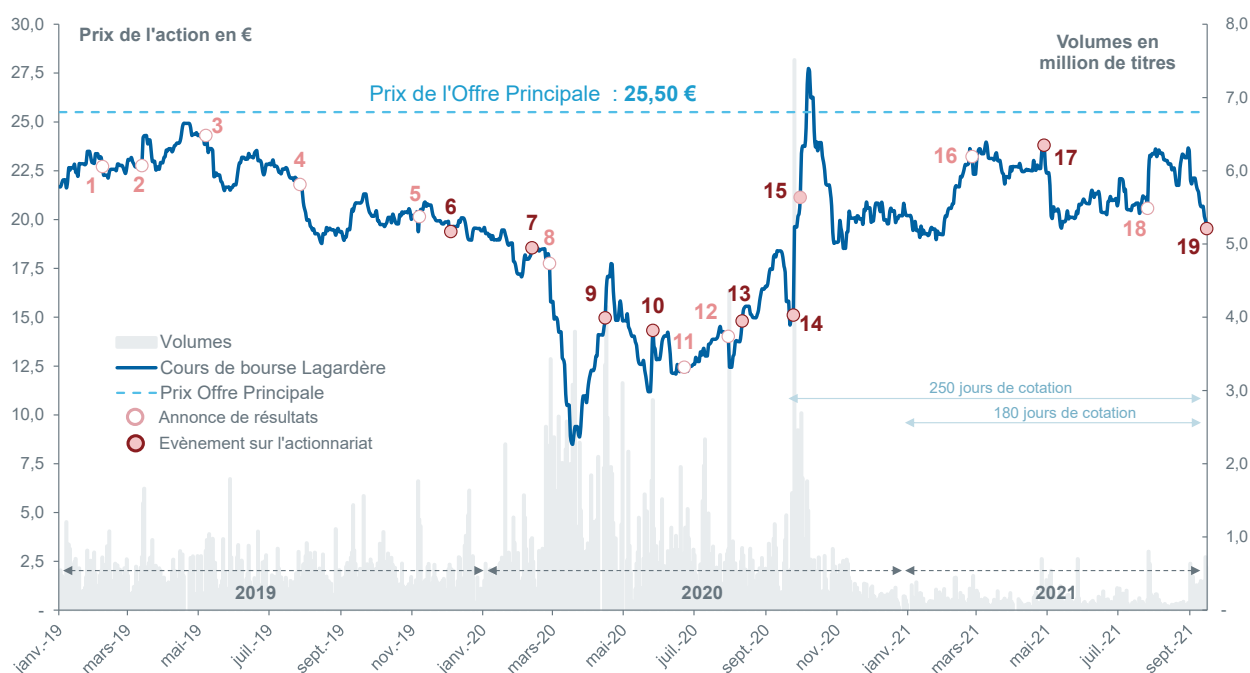
Avant l'annonce de l'Offre

La société Lagardère SA est cotée sur le compartiment A d'Euronext Paris depuis 1992. La date de référence retenue pour nos analyses sur les cours de bourse est le 15 septembre 2021, soit la dernière journée de cotation non affectée par l'annonce de l'Offre. Les cours analysés sont les cours moyens pondérés par les volumes (« CMPV ») observés sur Euronext principalement, mais aussi sur les autres places européennes de cotation de l'action Lagardère.

Le flottant a été estimé au 31 décembre 2021 à 26,9 millions d'actions, défini comme le total des actions émises à date, retraité (i) des actions détenues par les actionnaires de référence (Vivendi, Qatar Holding LLC, Arnaud Lagardère directement ou indirectement et Financière Agache), (ii) des actions auto-détenues et (iii) des actions détenues par les salariés (dont le FCPE).

La rotation du flottant ressort à 124% sur 180 jours de cotation avant le 15 septembre 2021 et à 281% sur 250 jours avant cette même date. Le cours de bourse de la Société peut être considéré comme liquide puisque la rotation du flottant sur ces périodes est supérieure au seuil annuel de 20% défini par Euronext. La période de 250 jours comprend la fin du mois de septembre 2020, période caractérisée par des volumes significatifs en lien avec les acquisitions de titres de la Société réalisées par Vivendi et Financière Agache, et sur laquelle la rotation élevée n'est pas représentative.

Au 15 septembre 2021, la capitalisation boursière de Lagardère s'établissait à 2 756 m€ sur la base d'un cours de bourse moyen pondéré par les volumes de 19,5 €. L'évolution du cours de bourse et des volumes depuis le 1^{er} janvier 2019 est présentée ci-dessous :



Source : Bloomberg

#	Type	Date	Commentaires	#	Type	Date	Commentaires
1	Résultats	7 févr. 2019	Chiffre d'affaires du 4 ^e trimestre 2018	11	Résultats	22 juin 2020	Cession de Lagardère Studios à Mediawan
2	Résultats	13 mars 2019	Résultats 2018	12	Résultats	30 juil. 2020	Résultats du 1 ^{er} semestre 2020
3	Résultats	7 mai 2019	Chiffre d'affaires du 1 ^{er} trimestre 2019	13	Actionnariat	11 août 2020	Accord Amber Capital / Vivendi
4	Résultats	27 juil. 2019	Résultats du 1 ^{er} semestre 2019	14	Actionnariat	24 sept. 2020	Acquisition par Agache de titres Lagardère
5	Résultats	7 nov. 2019	Chiffre d'affaires du 3 ^e trimestre 2019	15	Actionnariat	30 sept. 2020	Vivendi à 25% du capital
6	Actionnariat	4 déc. 2019	Amber Capital à 5% du capital	16	Résultats	25 févr. 2021	Résultats annuels 2020
7	Actionnariat	12 févr. 2020	Amber Capital à 10% du capital	17	Actionnariat	28 avr. 2021	Projet de transformation en Société Anonyme
8	Résultats	27 févr. 2020	Résultats annuels 2019	18	Résultats	26 juil. 2021	Résultats du 1 ^{er} semestre 2021
9	Actionnariat	15 avr. 2020	Vivendi à 10% du capital	19	Actionnariat	15 sept. 2021	Projet transaction Vivendi / Amber Capital
10	Actionnariat	26 mai 2020	Concert Agache / Lagardère (Vivendi à 15%)				

Source : Communiqués de presse

Le cours moyen pondéré par les volumes n'a dépassé le prix de l'Offre Principale depuis le 1er janvier 2019 que lors de quatre journées de cotation début octobre 2020 (période d'acquisition de titres par Vivendi et Financière Agache), soit 0,4% des journées de cotation.

Le cours était de 19,5 € au 15 septembre 2021. Le Prix de l'Offre Principale fait donc ressortir une prime de 30,6% par rapport à ce cours. Le tableau ci-dessous présente les niveaux de prime qui ressortent par rapport au prix de l'Offre Principale de 25,50 € par action.

Observation periods	Share price ⁽¹⁾	Primes induites	Volumes ⁽²⁾	Rotation du capital	Rotation du flottant
15 September 2021	€19,5	30,6%	0,6	0%	2%
30 days	€21,5	18,7%	6,3	4%	23%
60 days	€21,7	17,6%	11,8	8%	44%
90 days	€21,4	19,4%	16,5	12%	61%
180 days	€21,5	18,7%	33,3	24%	124%
250 days	€21,5	18,5%	75,6	54%	281%
12-month high	€27,7	(8,0)%	n.a	n.a	n.a
12-month low	€14,6	74,3%	n.a	n.a	n.a
2019	€21,6	18,0%	147,8	113%	549%
2020	€15,6	63,3%	243,5	186%	905%
2021	€21,5	18,8%	33,7	24%	125%

Source : Analyses Eight Advisory fondées sur des données Bloomberg au 15 septembre 2021

Notes :

(1) Cours moyens pondérés par les volumes dans la journée puis pondérés par les volumes sur la période

(2) En millions: somme des volumes échangés sur les différentes places de marché européennes

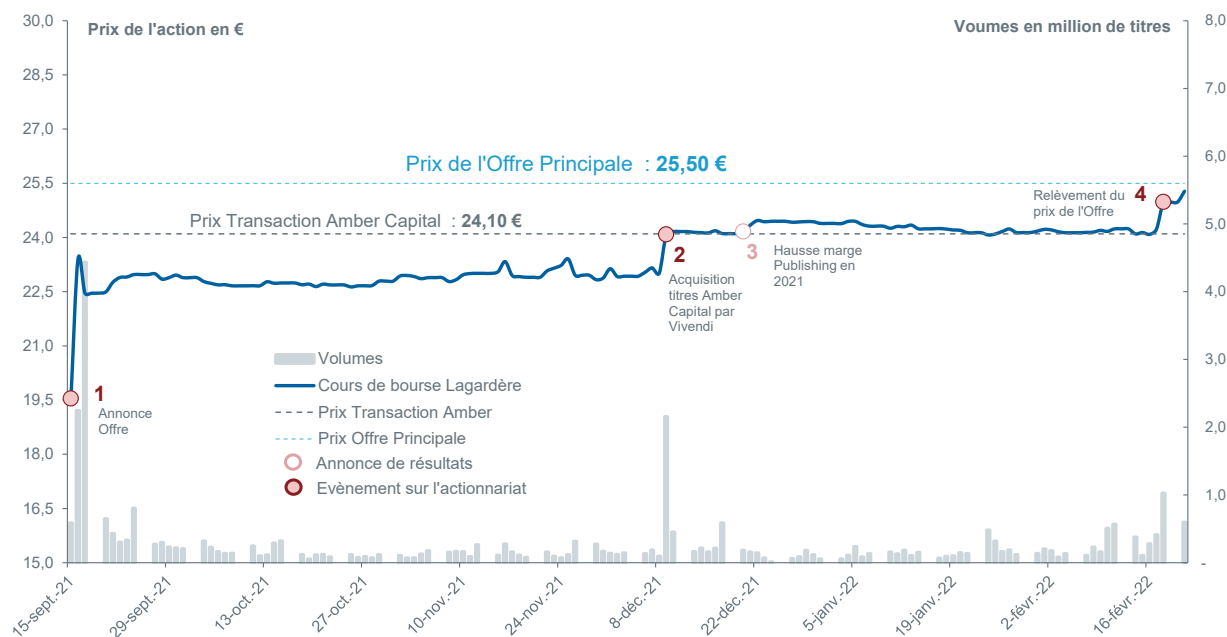
Le prix de l'Offre Principale fait ressortir une prime de 30,6% par rapport au dernier cours de bourse avant l'annonce, 18,7% par rapport au cours de bourse moyen sur 30 jours de cotation (pondéré par les volumes), et 17,6% par rapport au cours de bourse moyen sur 60 jours de cotation (pondéré par les volumes).

Depuis l'annonce de l'Offre

Le lendemain de l'annonce de l'Offre, le cours de bourse s'est rapproché du prix d'Offre mentionné lors de l'annonce, en ligne avec le prix d'acquisition des titres du Bloc Amber Capital (24,10 €). Le cours s'est définitivement aligné sur ce niveau de prix après l'annonce le 9 décembre 2021 de la réalisation de la transaction Amber Capital (finalisée le 16 décembre 2021).

Le cours a ensuite légèrement dépassé le prix de 24,10 € à partir du 20 décembre 2021, soit après la publication du communiqué de presse précisant que les résultats 2021 seraient meilleurs qu'anticipés pour Lagardère Publishing. Le cours est légèrement inférieur au prix de l'Offre Principale depuis le 18 février 2022 et l'annonce par Vivendi du relèvement de ce prix à 25,50 €.

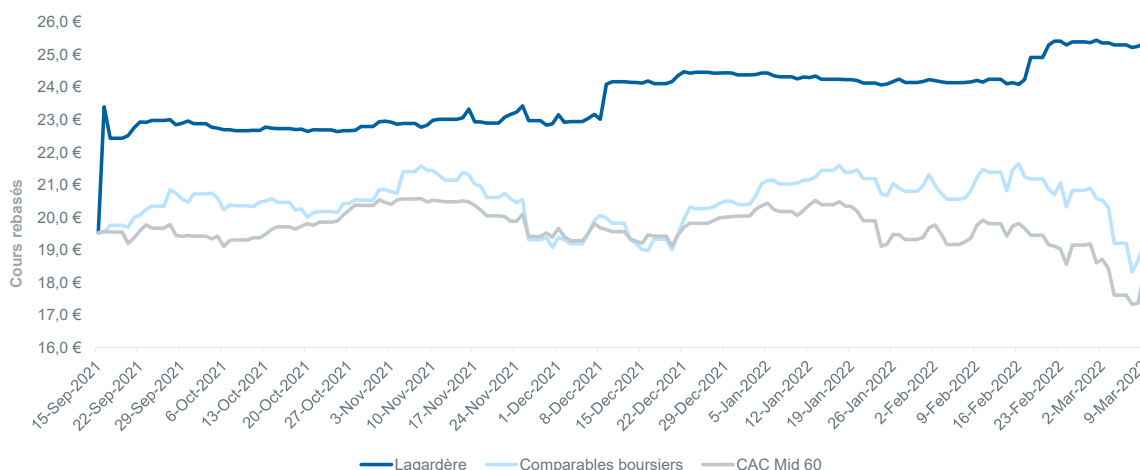
Le graphique ci-dessous présente l'évolution du cours de bourse depuis l'annonce de l'Offre en septembre 2021.



Source : Bloomberg

3.6.2. Analyse comparative avec les comparables boursiers

Nous avons également comparé la performance boursière de Lagardère par rapport à ses comparables boursiers³⁵ sur la période allant du 15 septembre 2021 au 9 mars 2022 :



Source : analyses Eight Advisory fondées sur données Bloomberg au 9 mars 2022

Sur cette période, le cours de bourse de Lagardère a été impacté par les annonces par Vivendi du projet d'acquisition des titres détenus par Amber Capital le 15 septembre 2021 et (i) leur acquisition définitive le 9 décembre 2021 ainsi que (ii) le relèvement du prix le 21 février 2022. Sur cette même période, la performance boursière des sociétés comparables cotées a principalement été impactée par la crise sanitaire³⁶ ainsi que par la guerre entre l'Ukraine et la Russie à partir du 24 février 2022.

³⁵ Mondadori, Bloomsbury, Scholastic et John Wiley pour l'échantillon Publishing et Dufry, SSP Group, WH Smith et Autogrill pour l'échantillon Travel Retail. Les échantillons Publishing et Travel Retail ont été pondérés en fonction de leur contribution à la Valeur d'Entreprise issue de la méthode d'évaluation DCF.

³⁶ Sur la période allant de novembre 2021 à janvier 2022 en raison d'une nouvelle vague de Covid-19 causée par le variant Omicron.

3.6.3. Référence aux objectifs de cours de bourse

Nous avons étudié les notes d'analystes récentes publiées avant le 15 septembre 2021, après le 15 septembre 2021 et après la publication du Projet de Note d'Information. La Société était suivie par une dizaine de bureaux de recherche avant l'annonce de l'Offre. L'objectif de cours médian ressortant des notes disponibles au 15 septembre 2021 s'élevait à 23,5 € par action.

Analyste	Date ⁽¹⁾	Cours cible au 15 septembre 2021		Cours cible après l'annonce de l'Offre	
		Cours cible	Prime	Sept. 2021	Fév. 2022
Alpha Value	28 juil. 2021	21,1 €		21,1 €	23,0 €
Barclays	27 juil. 2021	25,5 €		25,5 €	26,0 €
BoAML ⁽²⁾	27 juil. 2021	25,0 €		25,0 €	n.a.
CM-CIC	2 sept. 2021	25,5 €		25,5 €	25,5 €
Exane ⁽³⁾	26 juil. 2021	20,0 €		24,1 €	n.a.
Goldman Sachs ⁽²⁾	26 févr. 2021	15,6 €		n.a.	n.a.
Kepler Cheuvreux	28 juil. 2021	27,0 €		27,0 €	25,5 €
Morgan Stanley ⁽²⁾	27 avr. 2021	20,0 €		n.a.	n.a.
Oddo	2 sept. 2021	22,0 €		22,0 €	24,5 €
Société Générale ⁽³⁾	27 juil. 2021	25,3 €		25,3 €	n.a.
Citi ⁽⁴⁾	n.a.	n.a.		n.a.	n.a.
HSBC ⁽⁵⁾	n.a.	n.a.		n.a.	n.a.
Médiane		23,5 €	8,5%	25,2 €	25,5 €
<i>Moyenne</i>		<i>22,7 €</i>	<i>12,3%</i>	<i>24,4 €</i>	<i>24,9 €</i>

Source : Analystes

Notes :

(1) : Date de la dernière note publiée avant l'annonce de l'Offre le 15 septembre 2021

(2) : Pas de publication depuis la publication des résultats semestriels 2021

(3) : Couverture Exane et Société Générale interrompue depuis fin 2021

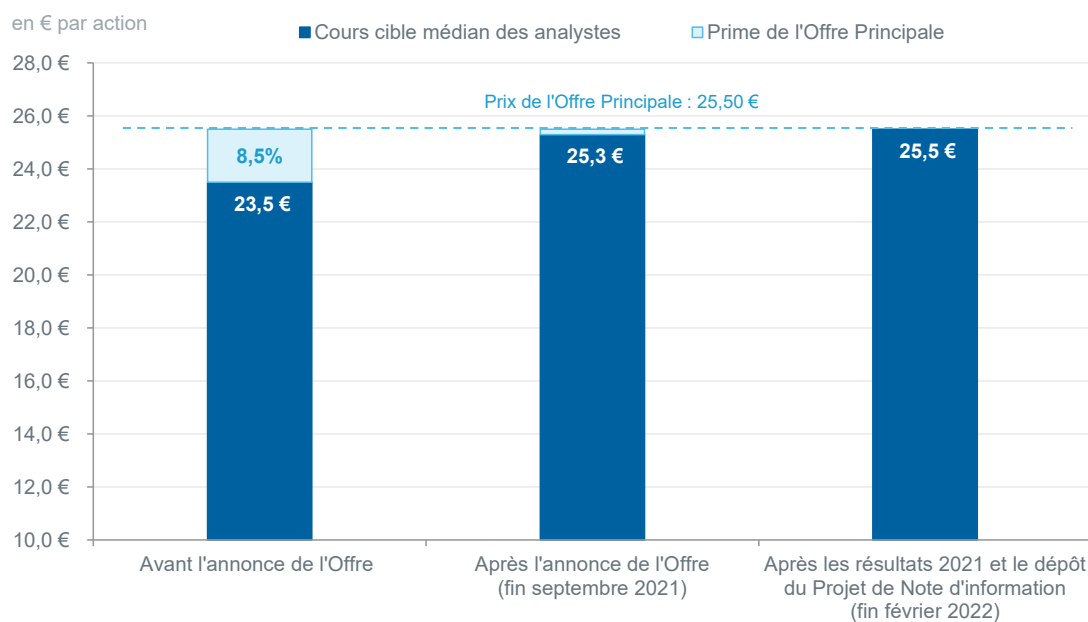
(4) : Absence de cours cible dans les notes d'analyses de Citi

(5) : Couverture HSBC interrompue à partir de mai 2021

Le prix de l'Offre Principale extériorise une prime de 8,5% par rapport à la médiane des derniers objectifs de cours des analystes avant le 15 septembre 2021.

La pertinence de cette référence d'évaluation est néanmoins limitée car nous relevons que plusieurs analystes retiennent dans leurs sommes des parties de Vivendi le cours de bourse de Lagardère plutôt que les objectifs de cours estimés.

L'analyse de Lagardère par les bureaux de recherche a évolué après l'annonce de l'Offre en septembre 2021. Certains bureaux ont arrêté de publier des notes. D'autres ont aligné leurs objectifs de cours sur le prix de l'Offre Principale. Trois continuent de présenter des objectifs de cours différents du prix de l'Offre Principale. L'objectif de cours médian des analystes est de 25,50 € en février 2022, en ligne avec le prix de l'Offre Principale.



3.6.4. Références aux dernières transactions sur le capital

L'Initiateur a acquis sur le marché entre le 11 janvier 2021 et le 29 janvier 2021 un nombre total de 91 086 actions Lagardère à des prix par action compris entre 18,8 € et 19,0 €.

L'Initiateur a conclu avec Amber Capital en septembre 2021 un contrat d'acquisition en vue d'acquérir hors marché, au prix de 24,10 € par action (dividendes ordinaires attachés), un Bloc d'actions représentant 25 305 448 actions Lagardère, soit 17,9% du capital. La transaction s'est réalisée en deux temps :

- une première acquisition le 24 septembre 2021 de 620 340 actions (0,4% du capital) ; et
- une seconde le 16 décembre 2021 portant sur 24 685 108 actions (17,5% du capital).

L'Initiateur n'a acquis aucune autre action Lagardère entre le 16 décembre 2021 et le 21 février 2022.

Transactions récentes	Date	Volume (en million)	en % du capital	Prix d'achat			Primes induites
				Min.	Central	Max.	
Vivendi : Acquisitions sur le marché 2021	11-29 janv. 2021	0,1	0,1%	18,8 €	18,9 €	19,0 €	34,9%
Vivendi / Amber Capital - Sept. 2021	24 sept. 2021	0,6	0,4%	24,1 €	24,1 €	24,1 €	5,8%
Vivendi / Amber Capital - Reliquat	16 déc. 2021	24,7	17,5%	24,1 €	24,1 €	24,1 €	5,8%

Source : Analyses Eight Advisory

4. ANALYSE DE L'OFFRE SUBSIDIAIRE

4.1. Valeur du Droit de Cession

Méthodologie

Des Droits de cession seront attribués par Vivendi aux actionnaires de Lagardère SA qui apporteront leurs titres à l'Offre Subsidiaire. Les Droits de cession permettront à leur porteur de céder à Vivendi les actions Lagardère présentées à l'Offre Subsidiaire au prix de 24,10 € par action d'ici au 15 décembre 2023.

Le Droit de cession est un instrument financier comparable à une option de vente de type américaine (option exerçable pendant toute la période). L'approche binomiale (modèle Cox-Rox-Rubinstein) est la méthode de valorisation usuelle de ce type d'instruments. Une approche de type *Black & Scholes* est également appropriée pour estimer la valeur d'une option de vente mais s'applique traditionnellement aux options de types européennes (option exerçable à l'échéance). Les résultats sont néanmoins très proches entre ces deux approches compte tenu des paramètres présentés ci-dessous.

Paramètres du modèle Binomial

Les paramètres et hypothèses d'évaluation retenus pour la mise en œuvre de l'approche binomiale sont les suivants :

- Date d'évaluation : 9 juin 2022, soit la date de clôture de l'Offre (y compris la période de réouverture) ;
- Echéance : 15 décembre 2023, tel que défini dans le Projet de Note d'Information ;
- Périodicité du modèle binomial : bimensuelle afin d'obtenir un nombre de nœuds suffisants ;
- Prix d'exercice : 24,10 €, tel que défini dans le Projet de Note d'Information ;
- Valeur du sous-jacent : 23,8 € par action correspondant à la moyenne des valeurs issues des méthodes d'évaluation mises en œuvre (« somme des parties » et DDM), diminuée du dividende de 0,5 € dont le détachement est prévu le 25 avril 2022 ;
- Taux d'actualisation : 0%, en ligne avec les rendements des obligations souveraines de maturité comparable avec celle du Droit de cession ;
- Rendement du dividende : 5,5%, correspondant au dividende 2023 rapporté à la valeur du sous-jacent. Le dividende 2023 a été projeté à 1,30 € par action, soit le montant de dividende historique du Groupe ;
- Volatilité - Sensibilité retenue entre :
 - o 8% : volatilité actuelle du cours de bourse depuis l'annonce de l'Offre (retraitée des effets de l'Offre comme l'annonce du relèvement par exemple) ; et
 - o 26% : moyenne 10 ans de la volatilité observée sur le cours de bourse de Lagardère SA avant 2020 (hors impacts de la crise sanitaire) et retraité de l'impact des distributions de dividendes exceptionnels en 2013 et 2014.

La volatilité future du cours de bourse de Lagardère dépendra (i) du résultat de l'OPA, (ii) de la part des titres apportés ou non, (iii) de la part apportée en Offre Principale ou bien en Offre Subsidiaire, et (iv) des volumes futurs d'achat du titre.

Sensibilité au Mécanisme de réduction

La valeur du Droit de cession (en € par action) est présentée nette de l'impact du Mécanisme de réduction (présenté au § 1.1.3) selon différents scénarios. Les actionnaires dont les titres apportés à l'Offre Subsidaire seront sujets au Mécanisme de réduction proportionnelle ne bénéficieront pas du Droit de Cession puisque leurs actions seront acquises par Vivendi au titre de l'Offre Principale à 25,50 € par action.

Les trois cas présentés ci-après reflètent des pourcentages de titres apportés à l'Offre Subsidaire mais sujets au Mécanisme de réduction de 0%, 50% et 100%.

Résultats

La valeur du Droit de cession selon (i) le niveau de volatilité et (ii) la part des titres apportés à l'Offre Subsidaire sujets à Mécanisme de réduction, est présentée ci-dessous.

Valeur du Droit de Cession (en € par action)

Volatilité de l'action Lagardère SA

		8%	17%	26%
% sujet au Mécanisme de réduction	0%	2,0	2,8	3,8
	50%	1,0	1,4	1,9
	100%	-	-	-

La valeur du Droit de cession ressort dans des bornes comprise entre (i) une valeur nulle (uniquement lorsque l'intégralité des titres apportés à l'Offre Subsidaire sont sujets au Mécanisme de réduction) et une fourchette entre 2,0 € et 3,8 € par action (uniquement lorsqu'aucun titre apporté à l'Offre Subsidaire n'est sujet au Mécanisme de réduction), selon l'hypothèse de volatilité.

4.2. Valeur de l'Offre Subsidaire

La valeur de l'Offre Subsidaire dépend en partie de la pondération des titres apportés qui seront sujets au Mécanisme de réduction. Elle est calculée comme étant la moyenne pondérée³⁷ entre :

- Le prix de l'Offre Principale (25,50 €) pour les titres soumis au Mécanisme de réduction ; et
- La somme de (a) la valeur du Droit de Cession et (b) la valeur intrinsèque d'une action Lagardère (qui correspond à la moyenne entre l'approche « somme des parties » et l'approche DDM) pour les autres titres.

La valeur de l'Offre Subsidaire et les primes induites par rapport à la valeur intrinsèque sont présentées ci-dessous :

Valeur de l'Offre Subsidaire (en € par action)

Volatilité de l'action Lagardère SA

		8%	17%	26%
% sujet au Mécanisme de réduction	0%	26,3	27,2	28,1
	50%	25,9	26,3	26,8
	100%	25,5	25,5	25,5

Primes induites par l'Offre Subsidaire

Volatilité de l'action Lagardère SA

		8%	17%	26%
% sujet au Mécanisme de réduction	0%	8,0%	11,7%	15,7%
	50%	6,4%	8,3%	10,3%
	100%	4,9%	4,9%	4,9%

³⁷ La pondération est basée sur la part des titres apportés à l'Offre Subsidaire sujets à Mécanisme de réduction, ou non.

La valeur de l'Offre Subsidiaire fait ressortir un niveau de prime compris entre 4,9% et 15,7% par rapport à la valeur intrinsèque.

5. IMPACTS DE L'OFFRE

Éléments indiqués dans le Projet de Note d'Information

Synergies

L'Initiateur précise dans le Projet de Note d'Information qu'il n'est pas « *en mesure de présenter aux actionnaires de la Société la consistance que pourrait avoir le groupe Lagardère après mise en œuvre des remèdes nécessaires à l'obtention de l'Autorisation de la Commission européenne* » et que « *les synergies attendues du rapprochement entre les deux groupes ne peuvent à ce jour pas être déterminées* ».

Le périmètre exact de ces cessions éventuelles sera établi lors des discussions qui interviendront avec la Commission européenne. Si les cessions portaient sur des actifs de Lagardère, l'Initiateur estime que ces désinvestissements n'auraient pas d'impact sur le prix de l'Offre car « *l'Initiateur n'a identifié à ce jour aucune possibilité de cession d'actifs de la Société qui pourrait se traduire par des niveaux de prix supérieurs à celui reflété dans le prix d'Offre* »

Autres impacts

L'Initiateur considère que l'Offre ne devrait pas avoir d'incidence sur l'emploi au sein de la Société car il estime que la préservation et le développement du « *talent, du capital intellectuel et de l'implication des salariés de la Société* » est un facteur clé de la réussite de la Société.

L'Initiateur n'a pas l'intention de demander la mise en œuvre d'un retrait obligatoire des actions de la Société. Il n'a pas non plus l'intention de demander la radiation des actions de la Société d'Euronext.

Éléments d'appréciation du prix de l'Offre au regard des synergies éventuelles

Les synergies éventuelles n'ont pas été chiffrées par Vivendi et ne peuvent donc pas être valorisées directement.

Nous n'avons pas identifié de travaux d'évaluation des synergies par des analystes suivant Lagardère et/ou Vivendi (quelques-uns en évoquent l'éventualité sans présenter de détail chiffré).

Nous nous sommes toutefois assurés que la prime offerte était cohérente avec celle observée sur des offres comparables.

6. ANALYSE DES ACCORDS CONNEXES

Contrat d'acquisition d'actions conclu avec Amber Capital

Le contrat d'acquisition d'actions conclu avec Amber Capital le 14 septembre 2021 indique un prix de cession de 24,10 € par action (coupon ordinaire détaché) et ne prévoit pas de complément de prix.

Liquidité des actions gratuites

A la date de l'Offre, 1 644 019 actions Lagardère ont été attribuées à titre gratuit aux salariés et dirigeants du Groupe. Ces actions sont soit en période d'acquisition, soit en période de conservation (tel que présenté au paragraphe § 1.2.2.1). Une partie de ces actions est visée par l'Offre car la période de conservation arrive à échéance avant la clôture de l'Offre, période de réouverture comprise. Une partie de ces actions pourront également bénéficier de l'Offre Subsidaire à défaut de pouvoir bénéficier de l'Offre Principale puisqu'elles ne seront pas cessibles avant la fin de la période de l'Offre Réouverte.

Pour les actions qui seront définitivement acquises et cessibles uniquement après la clôture de l'Offre (réouverte), l'Initiateur a indiqué dans le Projet de Note d'Information qu'en cas de liquidité trop faible, il étudiera les moyens à mettre en œuvre pour mettre en place un mécanisme de liquidité pour ces actions. Jusqu'à la date de publication des comptes 2022 de Lagardère, le prix applicable n'excédera pas le prix de l'Offre Principale à 25,0 € (dividende 2021 détaché). Au-delà, en cas d'illiquidité durable, le prix d'achat de ces actions serait établi en reprenant les mêmes critères de valorisation que ceux retenus pour déterminer le prix de l'Offre Principale.

Ceci n'appelle pas de commentaire particulier de notre part.

Il n'existe pas à notre connaissance d'autre accord connexe susceptible d'avoir un impact sur notre appréciation des conditions financières de l'Offre.

7. ANALYSE DES TRAVAUX DES ETABLISSEMENTS PRESENTATEURS

7.1. Méthodes écartées

Les Etablissements Présentateurs ont écarté les méthodes d'évaluation suivantes :

- La méthode de l'actif net comptable ;
- La méthode de l'actif net réévalué ; et
- La méthode de l'actualisation des flux futurs de dividendes (DDM).

Nous avons également écarté les méthodes de l'actif net comptable et de l'actif net réévalué.

Les Etablissements Présentateurs ont écarté la méthode DDM car celle-ci dépend des décisions des dirigeants en matière de taux de distribution futurs. Nous avons pour notre part appliqué la méthode DDM avec une hypothèse d'un taux de distribution normatif de 100% après prise en compte de contraintes de distribution, capturant les flux de trésorerie générés et distribuables sans contraintes.

7.2. Méthodes retenues

Les Etablissements Présentateurs ont retenu :

- Une approche « somme des parties » fondée sur les méthodes d'évaluation suivantes par activité :
 - o Actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF), à titre principal pour Lagardère Publishing, Lagardère Travel Retail et les coûts de structure,
 - o Multiples boursiers des sociétés comparables, à titre principal pour la branche Autres Activités de Lagardère et à titre secondaire pour les branches Lagardère Publishing et Lagardère Travel Retail,
 - o Multiples des transactions comparables, à titre secondaire pour Lagardère Publishing et à titre de référence pour Lagardère Travel Retail, et
 - o Consensus des valeurs retenues par activité par les analystes, à titre principal pour Lagardère Publishing et à titre secondaire pour les branches Lagardère Travel Retail et Autres Activités de Lagardère.
- La référence au cours de bourse ;
- La référence aux objectifs de cours de bourse des analystes ; et
- La référence aux dernières transactions sur le capital.

Nous avons analysé les mêmes références d'évaluation et nous avons également retenu une approche d'évaluation par « somme des parties ».

Nous avons retenu les mêmes approches DCF, multiples boursiers et multiples de transactions pour Lagardère Publishing et Lagardère Travel Retail, toutes à titre principal. Notre approche d'évaluation pour la branche Autres Activités combine approche DCF, approche par multiples de transaction et prix offert selon les segments. Nous avons également analysé le consensus des valeurs retenues par activité par les analystes, mais nous ne l'avons pas retenu, dans la mesure où nous retenons déjà leurs objectifs de cours de bourse comme référence d'évaluation.

7.3. Données financières

7.3.1. Nombre de titres retenus

Le nombre de titres Lagardère retenu par les Etablissements Présentateurs s'élève à 141 661 029, soit le nombre d'actions en circulation au 21 février 2022, après exclusion de 1 159 517 titres auto-détenus par le Groupe et majoré du nombre d'actions gratuitement attribuées maximum de 1 687 260 actions, tel que présenté dans les comptes consolidés au 31 décembre 2020.

Nous ne présentons pas exactement le même nombre de titres retenus que les Etablissements Présentateurs dans la mesure où nous nous basons sur les montants communiqués :

- dans les comptes consolidés de Lagardère au 31 décembre 2021 pour le calcul du nombre de titre auto-détenus, soit un écart de 14 actions avec les Etablissements Présentateurs ; et
- par la Direction de Lagardère au 31 décembre 2021 pour le nombre d'actions gratuitement attribuées, tenant compte des actions de performance dont les conditions ne seraient pas atteintes selon le Plan d'Affaires, soit une différence de (43 241) actions avec les Etablissements Présentateurs.

7.3.2. Éléments de passage de la Valeur d'Entreprise à la Valeur des fonds propres

Les Etablissements Présentateurs retiennent une situation de dette financière nette ajustée pour un montant de (2 310) m€ intégrant :

- La dette financière nette au 31 décembre 2021, hors IFRS 16 soit (1 535) m€ ;
- Les intérêts minoritaires comptabilisés au 30 juin 2021, réévalués sur la base d'un multiple de Price to Book Value (« P/BV ») de 5,6x, soit (578) m€³⁸ ;
- Les participations de Lagardère dans les sociétés mises en équivalences au 31 décembre 2021, soit 259 m€, également réévaluées sur la base d'un multiple de P/BV ;
- Les autres actifs non courants au 30 juin 2021, d'un montant de 212 m€ ;
- Les passifs non courants nets détenus en vue de la vente au 31 décembre 2021, soit (40) m€ ;
- Les créances déconsolidées liées au contrat d'affacturage mis en place en décembre 2021, pour (182) m€ ;
- Les provisions pour retraites au 30 juin 2021, soit (98) m€ ;
- Les provisions pour risques et charges courantes et non courantes au 30 juin 2021, d'un montant de (349) m€ ; et
- Les actifs d'impôts différés nets, pour (1) m€.

Nous retenons pour notre part une position de dette financière nette ajustée de (1 676) m€. L'écart de 634 m€ entre les deux positions se décompose à hauteur de :

- (62) m€ pour les intérêts minoritaires en raison (i) du choix du multiple d'évaluation retenu (multiple de P/BV pour les Etablissements Présentateurs contre multiple de PER en 2024 pour Eight Advisory) et (ii) de la date à laquelle l'information était disponible (30 juin 2021 pour les Etablissements Présentateurs contre 31 décembre 2021 pour Eight Advisory) ;
- 1 m€ concernant les sociétés mises en équivalence compte tenu du choix du multiple d'évaluation retenu ;

³⁸ A l'exception de l'investissement minoritaire de JD.com et JIC dans le capital de Lagardère Travel Asia, dont le prix de transaction a été retenu.

- (65) m€ au titre des autres actifs non courants en raison (i) de la non prise en compte des dépôts et cautionnements, considérés immobilisés dans notre analyse, et (ii) de la date à laquelle l'information était disponible (30 juin 2021 pour les Etablissements Présentateurs contre 31 décembre 2021 pour Eight Advisory) ;
- 40 m€ correspondant aux passifs non courants nets détenus en vue de la vente au 31 décembre 2021, retenus par les Etablissements Présentateurs comme un élément de dette, relatifs aux actifs Travel Retail en Australie et en Nouvelle-Zélande. Ces éléments ont été directement traités dans les projections de flux dans notre analyse ;
- 16 m€ pour le retraitement des options d'achat accordées aux actionnaires minoritaires³⁹ de Lagardère Travel Retail Asia, qui sont déjà pris en compte dans notre calcul de dette financière nette ajustée ;
- (86) m€ correspondant à l'ajustement de la trésorerie au titre (i) de l'atterrissage du BFR au 31 décembre 2021 pour (24) m€ et (ii) de l'impact de la saisonnalité de l'activité sur le BFR pour (61) m€, dont nous avons tenu compte dans notre calcul de dette financière nette ajustée ;
- 182 m€ concernant les créances déconsolidées liées au contrat d'affacturage mis en place en décembre 2021, dont nous n'avons pas tenu compte dans notre calcul de dette financière nette ajustée dans la mesure où il s'agit d'un affacturage sans recours projeté au même niveau sur l'horizon du Plan d'Affaires ;
- 10 m€ pour les provisions pour retraites en raison de la date à laquelle l'information était disponible (30 juin 2021 pour les Etablissements Présentateurs vs. 31 décembre 2021 pour Eight Advisory) ;
- 349 m€ au titre des provisions pour risques et charges courantes et non courantes, dont nous n'avons pas tenu compte dans notre calcul de dette financière nette ajustée dans la mesure où les décaissements associés sont intégrés dans les agrégats du Plan d'Affaires ;
- 188 m€ pour les impôts différés nets, liés (i) à la valeur actualisée de l'économie d'impôt attachée aux déficits fiscaux reportables, et (ii) aux écritures comptables d'impôts différés passifs, dont nous n'avons pas tenu compte dans notre calcul de dette financière nette ajustée (considérant qu'elles sont liées aux réévaluations d'actifs incorporels selon IFRS 3, reconnues uniquement dans les comptes consolidés donc sans impact sur les flux de trésorerie) ;
- 67 m€ concernant la valeur actualisée de l'économie d'impôt relative à l'amortissement des écarts d'acquisition et des autres actifs incorporels résultant d'acquisitions réalisées aux Etats-Unis et reconnus dans les comptes sociaux des entités concernées, dont nous avons tenu compte dans notre calcul de dette financière nette ajustée ; et
- (6) m€ au titre de la contribution patronale de 20% à décaisser par Lagardère en 2023 au titre de l'acquisition définitive des actions gratuitement attribuées, dont nous avons tenu compte dans notre calcul de dette financière nette ajustée.

³⁹ JD.com, JIC et CICC.

7.4. Méthode d'actualisation des flux futurs de trésorerie (DCF)

7.4.1. Prévisions retenues

7.4.1.1. Période des Prévisions

Lagardère Publishing

Les Etablissements Présentateurs ont retenu un consensus d'analystes pour les projections de chiffre d'affaires et/ou d'EBIT établies par Alpha Value, CIC, Barclays, Société Générale, BNP Paribas Exane, Bank of America, et Kepler Cheuvreux sur la période FY22F-FY23F. Il convient de noter que les projections des analystes retenues ont été réalisées avant publication des résultats annuels de 2021 par la Société, les analystes n'ayant pas encore mis à jour leurs projections à la date de l'analyse présentée par les Etablissements Présentateurs.

Nous avons travaillé sur le Plan d'Affaires.

Lagardère Travel Retail

Les Etablissements Présentateurs ont retenu un consensus d'analystes pour les projections de chiffre d'affaires et/ou EBIT établies par Alpha Value, CIC, Barclays, Société Générale, BNP Paribas Exane, Bank of America, et Kepler Cheuvreux sur la période FY22F-FY23F. Les investissements retenus ont été calculés comme étant la différence entre (i) les projections des analystes pour le groupe Lagardère et (ii) les investissements projetés sur Lagardère Publishing. Il convient de noter que les projections des analystes retenues ont été réalisées avant publication des résultats annuels de 2021 par la Société, les analystes n'ayant pas encore mis à jour leurs projections à la date du Projet de Note d'Information.

Nous avons travaillé sur le Plan d'Affaires.

7.4.1.2. Période d'Extrapolation

Lagardère Publishing

Les Etablissements Présentateurs retiennent une période d'extrapolation de 3 ans après FY23F pour faire converger les agrégats de Lagardère Publishing vers des niveaux normatifs en FY26E.

Nous avons tenu compte d'une période d'extrapolation de 2 ans après FY24F pour faire également converger les agrégats du Groupe vers des niveaux normatifs en FY26E.

Les principales hypothèses appliquées par les Etablissements Présentateurs sont les suivantes :

- Un taux de croissance annuel moyen du chiffre d'affaires de 1,5% entre 2023 et 2026 (hypothèse retenue en ligne avec des références sectorielles) ;
- Une convergence linéaire des dépréciations et amortissements des immobilisations corporelles vers le niveau d'investissement (hors acquisitions et cessions) en pourcentage du chiffre d'affaires ;
- Une marge d'EBIT récurrent stable de 11,3% dès l'année FY24E, en ligne avec la marge FY23F projetée par les analystes, considérant une croissance des charges d'exploitation en ligne avec la croissance du chiffre d'affaires ;
- Des investissements (hors acquisitions et cessions) considérés stables en pourcentage du chiffre d'affaires sur toute la période du plan d'affaires ;

- Une variation du BFR nulle sur la durée du plan d'affaires ;
- Un taux d'imposition de 24,8%, obtenu grâce à une pondération selon la répartition géographique des revenus de la division.

Les différences avec nos hypothèses portent essentiellement sur celles présentées ci-dessous :

- Un taux de croissance du chiffre d'affaires en Période d'Extrapolation et en année terminale de 1,0% (§ 3.4.2) ;
- Une convergence de la marge de Résop vers un niveau normatif de 10,9% (§ 3.4.2) ;
- Une reconduction du niveau de charges de restructuration sur la base d'un niveau normatif observé sur longue période ; et
- Une variation de BFR calculée sur la base du ratio de besoin en fonds de roulement exprimé en pourcentage du chiffre d'affaires.

Lagardère Travel Retail

Les Etablissements Présentateurs retiennent une période d'extrapolation de 3 ans après FY23F pour faire converger les agrégats de Lagardère Travel Retail vers des niveaux normatifs en FY26E.

Nous avons tenu compte d'une période d'extrapolation de 2 ans après FY24F afin de faire converger les agrégats de Lagardère Travel Retail vers des niveaux normatifs en FY26E.

Les principales hypothèses appliquées par les Etablissements Présentateurs sont les suivantes :

- Un retour en FY24E au niveau de FY19A, puis un taux de croissance du chiffre d'affaires autour de 3-4% par an, qui converge progressivement vers 2,0% entre FY24E et FY26E ;
- Une marge d'EBIT récurrent stable de 5,3% dès l'année FY24E, permettant de prendre en compte une part importante des économies de coûts liées au plan LEaP ;
- Une convergence linéaire des dépréciations et amortissements des immobilisations corporelles vers le niveau d'investissement (hors acquisitions et cessions) en pourcentage du chiffre d'affaires ;
- Des investissements en pourcentage du chiffre d'affaires convergeant progressivement vers un niveau normatif de (3,5)% ;
- Une variation du BFR nulle, en raison de l'indisponibilité de consensus d'analystes permettant une extrapolation ;
- Un taux d'imposition de 26,5%, obtenu grâce à une pondération selon la répartition géographique des revenus de la division.

Les différences avec nos hypothèses portent essentiellement sur celles présentées ci-dessous :

- Un taux de croissance du chiffre d'affaires en Période d'Extrapolation fixé à 2,5%, en ligne avec le taux de croissance long terme retenu (§ 3.4.3) ;
- Une convergence de la marge de Résop vers un niveau normatif de 4,0% en moyenne (§ 3.4.3) ;
- Des charges de restructuration en ligne avec les niveaux observés historiquement, exprimées en pourcentage du chiffre d'affaires ;
- Une variation de BFR calculée sur la base du ratio de BFR exprimé en pourcentage du chiffre d'affaires ;

- Un niveau d'investissement convergeant vers (3,7)%, issu des observations historiques exprimées en pourcentage du chiffre d'affaires ; et
- La prise en compte dans notre analyse des discussions en cours sur le renouvellement de la concession ADP.

7.4.1.3. Valeur terminale

Les Etablissements Présentateurs ont appliqué la formule de Gordon-Shapiro pour calculer la valeur terminale. Nous avons appliqué la même formule.

7.4.1.4. Taux d'actualisation, taux de croissance à long terme et actualisation des flux de trésorerie

Lagardère Publishing

Les Etablissements Présentateurs retiennent dans le cadre de l'application de la méthode DCF un taux de croissance à long terme de 1,5% et un taux d'actualisation de 8,0%, dont les principales hypothèses sont les suivantes :

- Un taux sans risque de 1,2% (moyenne pondérée sur 1 an des taux à 20 ans des obligations d'Etat des principaux pays dans lesquels la division réalise son chiffre d'affaires, source : Bloomberg) ;
- Une prime de risque du marché actions de 10,1% (moyenne pondérée sur 1 an des primes de marché des principaux pays dans lesquels la division réalise son chiffre d'affaires, source : Bloomberg) ;
- Un bêta endetté de l'actif de 0,87, calculé à partir (i) de la moyenne des bêtas désendettés des comparables boursiers et (ii) d'un ratio de dettes / fonds propres de c. 32% correspondant à la moyenne des comparables boursiers excluant la dette locative IFRS 16 et (iii) du taux d'imposition pondéré de 24,8% ; et
- Un coût de la dette après impôt de 1,6%, fondé sur (i) une moyenne des coupons des émissions obligataires de la Société émises depuis 2016 pondérée par le montant de l'émission et (ii) un taux d'imposition pondéré de 24,8%.

Nous retenons un taux de croissance à long terme de 1,0% et un taux d'actualisation de 8,0% (§ 3.4.2).

Les Etablissements Présentateurs ont actualisé les flux de trésorerie à compter du 31 décembre 2021 avec une convention de milieu d'année, les flux sont actualisés au 21 février 2022 dans notre analyse avec une convention de milieu d'année.

Lagardère Travel Retail

Les Etablissements Présentateurs retiennent, dans le cadre de l'application de la méthode DCF, un taux de croissance à long terme de 2,0% et un taux d'actualisation de 9,8%, dont les principales hypothèses sont :

- Un taux sans risque de 1,4% (moyenne pondérée sur 1 an des taux à 20 ans des obligations d'Etat des principaux pays dans lesquels la division réalise son chiffre d'affaires) ;
- Une prime de risque du marché actions de 10,5% (moyenne pondérée sur 1 an des primes de marché des principaux pays dans lesquels la division réalise son chiffre d'affaires) ;
- Un bêta endetté de l'actif de 1,16, calculé à partir (i) de la moyenne des bêtas désendettés des comparables boursiers et (ii) d'un ratio de dettes / fonds propres de 47,3% correspondant à la

moyenne 2 ans des comparables boursiers excluant la dette locative IFRS 16 et (iii) du taux d'imposition pondéré de 26,5% ;

- Un coût de la dette après impôt de 1,6%, fondé sur (i) une moyenne des coupons des émissions obligataires de la Société émises depuis 2016 pondérée par le montant de l'émission et (ii) un taux d'imposition pondéré de 26,5%.

Nous retenons un taux de croissance à long terme de 2,5% et un taux d'actualisation de 8,5% (§ 3.4.3).

Les Etablissements Présentateurs ont actualisé les flux de trésorerie à compter du 31 décembre 2021 avec une convention de milieu d'année. Les flux sont actualisés au 21 février 2022 dans notre analyse avec une convention de milieu d'année.

7.4.2. Résultats

L'approche d'actualisation des flux nets de trésorerie futurs est retenue à titre principal par les Etablissements Présentateurs. Sur la base des éléments présentés ci-avant, ils concluent sur une fourchette de valeur par action comprise entre 18,85 € et 26,22 €, autour d'une valeur moyenne de 22,36 €.

Nos travaux conduisent à une fourchette de valeurs par action comprises entre 22,3 € et 28,3 €, autour d'une valeur centrale de 25,1 €.

7.5. Méthode des comparables boursiers

7.5.1. Méthodologie retenue

Lagardère Publishing

L'échantillon retenu par les Etablissements Présentateurs est composé de six sociétés : Pearson, Prisa, Mondadori, Sanoma, Bloomsbury et Houghton Mifflin Harcourt.

Les multiples de Valeur d'Entreprise rapportée à l'EBIT des exercices FY22F et FY23F ont été retenus par les Etablissements Présentateurs. La dette intègre la dette de location IFRS 16 (sauf Houghton Mifflin Harcourt qui applique les US GAAP) et les EBIT post-IFRS16 ont été retenus. Les multiples estimés ressortent respectivement à un niveau médian de 12,3x pour l'année 2022 et 11,5x pour l'année FY23F. Ces multiples ont été appliqués à un agrégat comparable du Groupe.

Nous avons retenu les multiples moyens de VE/EBITDA et VE/EBITA sur les années 2022 et 2023. Les multiples VE/EBITDA ressortent respectivement à 8,5x et 8,1x. Les multiples VE/EBITA ressortent à 10,5x et 9,8x respectivement pour FY22F et FY23F (§ 3.4.2).

Les différences avec nos hypothèses portent essentiellement sur celles présentées ci-dessous :

- Le fait de n'avoir pas retenu Pearson, Prisa, Sanoma et Houghton Mifflin Harcourt dans notre échantillon final compte tenu de leur forte exposition « Education » (§ 3.3.3 Sociétés comparables retenues) ;
- Le fait d'utiliser le multiple VE/EBITDA en l'absence de divergence significative de l'intensité capitalistique de Lagardère Publishing par rapport aux sociétés comparables ;
- La différence de Résop au titre des exercices 2022 et 2023 entre le consensus et le Plan d'Affaires ;

- Des différences dans les prévisions de Résop par comparable (dates d'observation différentes et retraitement non significatif de l'impact positif de la norme IFRS 16) ; et
- Des différences dans les retraitements de la dette financière nette des sociétés comparables afin de tenir compte de récentes acquisitions.

Lagardère Travel Retail

Les Etablissements Présentateurs ont retenu deux échantillons :

- Le premier, composé d'acteurs spécialisés dans le Travel Retail : Dufry, Autogrill et SSP ; et
- Le second, composé d'acteurs plus diversifiés avec une exposition Travel Retail : WH Smith et Valora.

Les Etablissements Présentateurs ont retenu deux approches faisant référence aux sociétés comparables cotées : (i) les multiples boursiers actuels, et (ii) l'historique des multiples boursiers.

Dans leur approche des multiples boursiers actuels, le multiple de Valeur d'Entreprise (y compris dette de location IFRS 16) rapportée à l'EBIT post-IFRS 16 pour l'exercice 2023 a été retenu par les Etablissements Présentateurs, et ressort à un niveau moyen de 18,8x pour l'année 2023. Ce multiple a été appliqué au Résop post-IFRS 16 FY23F de Lagardère Travel Retail.

Dans leur approche de l'historique des multiples boursiers, les multiples de Valeur d'Entreprise (hors dette de location IFRS 16) rapportée à l'EBIT pré-IFRS 16 n+2 ont été observés sur 10 ans par les Etablissements Présentateurs. Le multiple moyen de 10,1x qui en ressort a été appliqué au Résop n+2 de Lagardère Travel Retail (ie FY23F).

Nous avons pour notre part retenu deux échantillons (§ 3.3.3) :

- Le premier, composé du meilleur comparable de Lagardère Travel Retail : Dufry ; et
- Le second, composé des autres acteurs majeurs du Travel Retail : SSP, WH Smith et Autogrill.

Nous n'avons pas retenu Valora en raison (i) de sa taille inférieure à Lagardère Travel Retail, (ii) de son exposition géographique (principalement à la Suisse et l'Allemagne pour c. 93% du chiffre d'affaires 2021), et (iii) du nombre limité d'analystes suivant la valeur.

Nous avons retenu le multiple moyen VE/EBITA pré-IFRS 16, appliqué à un agrégat comparable pré-IFRS 16 sur l'année 2023 (§ 3.4.3).

Les différences avec nos hypothèses portent essentiellement sur celles présentées ci-dessous :

- Les différences d'échantillons (absence de prise en compte de Valora et méthodologie de classification des deux échantillons) ;
- La différence de Résop au titre de l'exercice FY23F entre le consensus et le Plan d'Affaires ;
- Le traitement de l'impact d'IFRS 16 (pre dans notre analyse et post dans l'approche des Etablissements Présentateurs) ;
- Les différences dans les prévisions d'EBITA par comparable, notamment (i) la comparabilité avec la définition du Résop de Lagardère Travel Retail, (ii) les dates d'observation, et (iii) le traitement de l'impact positif lié à la norme IFRS 16 ; et
- Des différences non significatives dans les retraitements de la dette financière nette des sociétés comparables.

7.5.2. Résultats

L'approche des comparables boursiers est retenue par les Etablissements Présentateurs à titre secondaire, voire à titre de référence uniquement pour l'approche fondée sur l'historique des multiples pour Lagardère Travel Retail. Sur la base des éléments présentés ci-avant, ils font ressortir une valeur par action comprise entre 22,19 € et 26,90, autour d'une valeur moyenne de 24,51 €.

Nos travaux conduisent à une fourchette de valeurs par action comprises entre 23,5 € et 26,6 €, autour d'une valeur centrale de 25,1 €.

7.6. Méthode des transactions comparables

7.6.1. Méthodologie retenue

[Lagardère Publishing](#)

Les Etablissements Présentateurs ont retenu deux échantillons :

- Le premier, composé de 6 transactions d'acteurs spécialisés dans l'édition grand public ; et
- Le second, composé de 4 transactions d'acteurs de l'éducation.

Les Etablissements Présentateurs ont donc retenu dix transactions sur les quatre dernières années avec des tailles comprises entre 150 m€ et 4 500 m€. Nous avons retenu huit transactions dans le secteur de l'édition sur les six dernières années avec des tailles comprises entre 150 m€ et 2 500 m€. Nous n'avons pas retenu des transactions d'acteurs spécialisés dans l'éducation.

A la différence des Etablissements Présentateurs qui retiennent la médiane des multiples de Valeur d'Entreprise rapportée à la moyenne 2020-2021 de l'EBIT de Lagardère Publishing, nous avons retenu la médiane des multiples de Valeur d'Entreprise rapportée à l'EBITDA et au Résop de l'année 2022, jugée représentative (cf § 3.4.2 Méthode des multiples de transaction appliqué à Lagardère Publishing).

Le multiple médian d'EBIT retenu par les Etablissements Présentateurs ressort à un niveau de 10,8x.

Dans notre approche, les multiples médians VE/EBITDA et VE/EBIT ressortent respectivement à 8,9x et 11,0x. Les agrégats retenus intègrent les synergies communiquées de ces transactions (cf § 3.4.2).

Les différences avec nos hypothèses portent essentiellement sur :

- La composition de l'échantillon de transactions retenues ;
- La différence entre le montant de Résop de Lagardère Publishing au titre de l'exercice FY22F et la moyenne 2020-2021 du Résop retenu par les Etablissements Présentateurs ; et
- Le traitement des synergies potentielles communiquées de ces transactions.

[Lagardère Travel Retail](#)

Les Etablissements Présentateurs ont retenu un échantillon composé de onze transactions pré Covid-19 sur les huit dernières années, avec des tailles comprises entre 55 m€ et 3 600 m€. Nous avons retenu six transactions (dont quatre présentant des données sur l'EBIT) sur les six dernières années, avec des tailles comprises entre c. 200 m€ et c. 1 500 m€. Les augmentations de capital sur les sociétés cotées n'ont pas été prises en compte, considérant que des références à ces sociétés étaient déjà intégrées dans la méthode des multiples boursiers.

Les Etablissements Présentateurs retiennent la médiane des multiples de Valeur d'Entreprise rapportée à l'EBITDA. Nous avons retenu la moyenne des multiples de Valeur d'Entreprise rapportée au Résop, qui permet de capturer les différences de conversion *cash* (cf 3.4.2 § Multiples boursiers retenus).

Les Etablissements Présentateurs ont appliqué le multiple VE/EBITDA retenu à un agrégat FY23F. Nous avons pour notre part appliqué le multiple VE/EBIT au Résop FY19A, dont le niveau est représentatif car il s'agit de la dernière année historique non impactée par la crise sanitaire.

Le multiple médian d'EBITDA retenu par les Etablissements Présentateurs, fondé sur un échantillon pré Covid-19, ressort à un niveau de 9,2x.

Dans notre approche, le multiple moyen VE/EBIT ressort à 12,9x. Les agrégats retenus intègrent les synergies communiquées de ces transactions (§ 3.4.3).

Les différences avec nos hypothèses portent essentiellement sur :

- La composition de l'échantillon de transactions retenues. La période d'observation considérée est différente : (i) nos travaux ne tiennent pas compte des transactions anciennes ayant eu lieu en 2014 et 2015, et (ii) nous intégrons les transactions récentes (post Covid-19) (§ 3.4.3) ;
- La différence du montant de l'agrégat de Lagardère Travel Retail retenu au titre de l'exercice FY23F ; et
- Le traitement des synergies potentielles annoncées, qui ont été prises en compte dans les agrégats afin d'estimer un multiple cohérent au numérateur et au dénominateur.

7.6.2. Résultats

La méthode des transactions comparables a été retenue à titre secondaire pour Lagardère Publishing et à titre de référence uniquement pour Lagardère Travel Retail par les Etablissements Présentateurs. Sur la base des éléments présentés ci-dessus, les Etablissement Présentateur font ressortir une valeur par action comprise entre 20,73 € et 25,39 €, autour d'une valeur moyenne de 23,02 €.

Nos travaux conduisent à une fourchette de valeurs par action comprises entre 21,4 € et 26,4 €, autour d'une valeur centrale de 24,1 €.

7.7. Autres Activités

Presse : les Etablissements Présentateurs ont évalué l'activité sur la base d'un multiple de chiffre d'affaires issu de la méthode des comparables boursiers alors que nous avons retenu le prix de l'offre reçue le 2 avril 2021, soit 80 m€.

Radio : les Etablissements Présentateurs ont valorisé l'activité sur la base d'un multiple de chiffre d'affaires issu de la méthode des comparables boursiers alors que nous avons retenu une méthode mixant les transactions comparables et le DCF, reposant sur (i) l'application du multiple au chiffre d'affaires 2027 extrapolé et (ii) la prise en compte des flux de trésorerie prévisionnels sur la période 2022-2026.

Elle International : les Etablissements Présentateurs ont évalué l'activité en tenant compte des valorisation retenues par les analystes financiers quand nous avons appliqué la méthode DCF sur la base des flux de trésorerie du Plan d'Affaires.

Lagardère Paris Racing : les Etablissements Présentateurs ont valorisé l'activité sur la base d'un multiple de chiffre d'affaires quand nous avons retenu la méthode DCF sur la base des flux de trésorerie du Plan d'Affaires.

Live Entertainment : les Etablissements Présentateurs ont évalué l'activité sur la base d'un multiple de chiffre d'affaires issu de la méthode des comparables boursiers quand nous avons retenu la méthode DCF sur la base des flux de trésorerie du Plan d'Affaires.

Coûts de Structure : ils ont été évalués par les Etablissements Présentateurs et Eight Advisory selon la méthode DCF. Les principales hypothèses appliquées par les Etablissements Présentateurs pour valoriser les coûts de structure sont les suivantes :

- Estimation des coûts de structure sur la base de la moyenne entre les montants publiés pour l'année 2021 (45 m€) et estimés pour 2022 (35 m€) ;
- Un taux d'actualisation de 8,8% ;
- Un taux de croissance à long terme de 0% ; et
- Un taux d'impôt de 25,8%.

Les principales différences avec les hypothèses retenues dans nos travaux sont les suivantes :

- Prévisions de coûts de structure présentées dans le Plan d'Affaires de la branche Autres ;
- Un taux d'actualisation de 8,3% ; et
- Un taux de croissance à long terme de 1,8%.

7.8. Analyse du cours de bourse

Les Etablissements Présentateurs analysent l'évolution du cours de bourse et des volumes depuis décembre 2019. Le cours de bourse est analysé au 15 septembre 2021 et sur les périodes de cotations suivantes précédant cette date : 1 mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois. Les cours moyens pondérés par les volumes présentés se basent sur les volumes des échanges Euronext Paris. Les Etablissements Présentateurs fournissent aussi à titre d'information l'analyse du cours de bourse au 17 février 2022.

Nous avons également retenu le 15 septembre 2021 comme date de référence de l'analyse du cours de bourse. Nous avons retenu des périodes d'observation en jours de cotation : 30 jours de cotation, 60 jours, 90 jours, 180 jours et 250 jours de cotation avant l'annonce de l'Offre. Nous avons aussi retenu les cours moyens pondérés par les volumes mais sur la base des volumes de l'ensemble des échanges de titres.

Nos analyses sur le cours de bourse de Lagardère avant l'annonce de l'Offre sont en ligne avec celles retenues par les Etablissements Présentateurs.

7.9. Analyse des objectifs de cours des analystes

Les Etablissements Présentateurs présentent les objectifs de cours au 15 septembre 2021 de huit bureaux de recherche (Alpha Value, Kepler Cheuvreux, Société Générale, CIC Market Solutions, Oddo BHF, BNP Paribas Exane, Barclays et Bank of America).

Nous avons retenu la même date d'analyse et les mêmes objectifs de cours pour ces huit bureaux de recherche. Nous avons ajouté les objectifs de cours des analystes de Morgan Stanley et Goldman Sachs qui avaient publié en 2021 les mois précédents la date d'annonce (c. 4 et 6 mois avant).

La moyenne et la médiane des objectifs de cours des analystes retenus par les Etablissements Présentateurs font ressortir des niveaux de primes induites par l'Offre Principale de 6.2% et 1.4%, contre 12.3% et 8.5% dans nos analyses.

7.10. Référence aux transactions sur le capital

Les transactions de référence sur le capital retenues par les Etablissements Présentateurs sont :

- Les acquisitions de titres Lagardère réalisées sur le marché par Vivendi en janvier 2021 ;
- L'acquisition de titres Lagardère détenus par Amber Capital réalisée en septembre 2021 et décembre 2021 ; et
- L'attribution à Financière Agache en octobre 2021 de titres Lagardère SA détenus préalablement par Lagardère Capital, en contrepartie de l'annulation des titres Lagardère Capital préalablement détenus par Financière Agache.

Nous avons également retenu les acquisitions réalisées par Vivendi sur le marché en janvier 2021 ainsi que la transaction Amber Capital.

Nous n'avons en revanche pas retenu comme référence d'évaluation l'opération avec Financière Agache, car il s'agit d'une opération sur un bloc minoritaire et qui n'entraînait pas l'obligation de déposer une offre publique sur l'intégralité des titres de la Société.

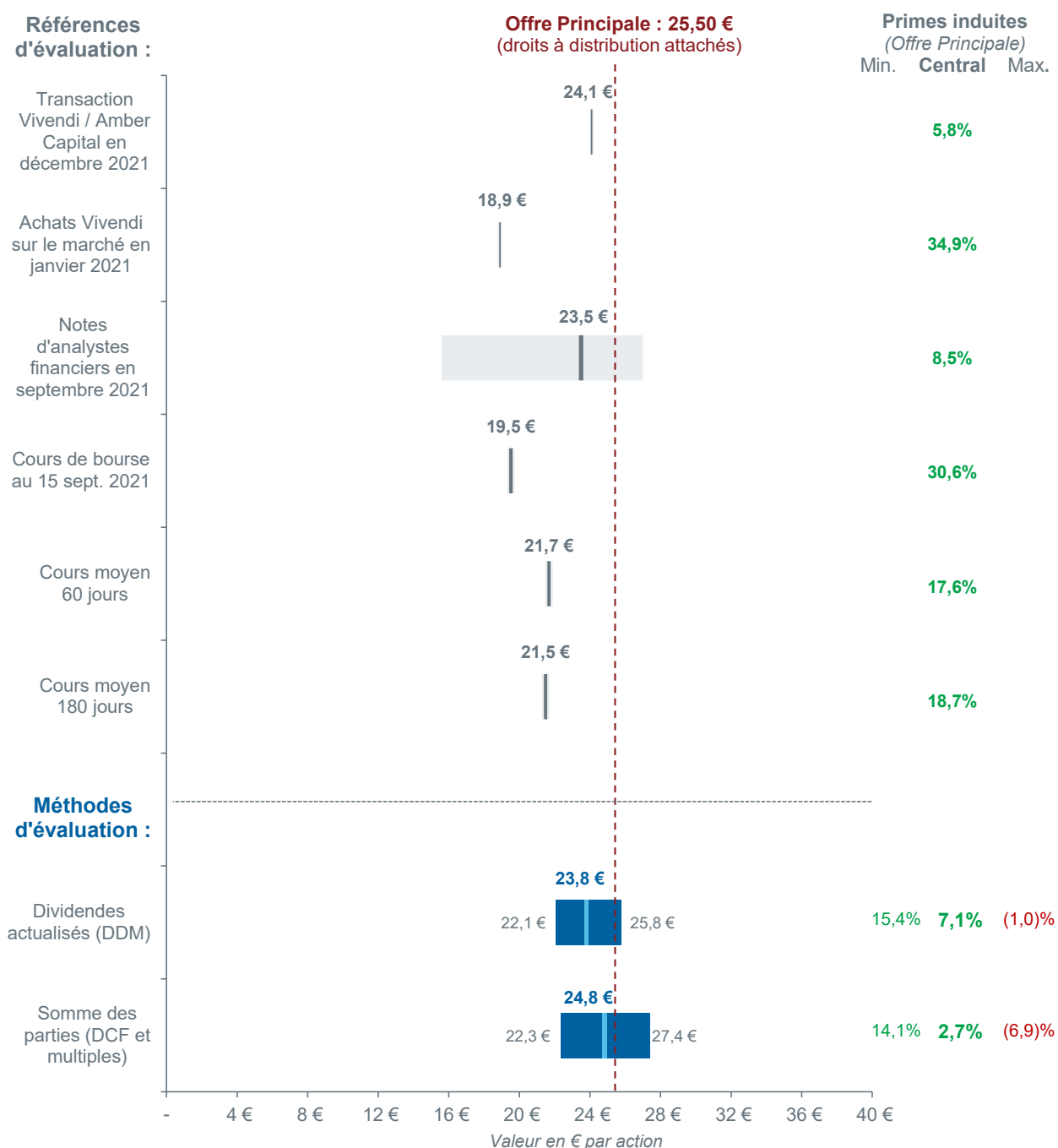
7.11. Analyse complémentaire sur les synergies liées à l'Offre

Les synergies n'ont pas été chiffrées par l'Initiateur, et les Etablissements Présentateurs n'ont pas mené une analyse de valorisation des synergies. Le périmètre des synergies dépend de la définition de celui du Groupe après mise en œuvre des remèdes nécessaires à l'obtention de l'Autorisation de la Commission européenne.

8. SYNTHÈSE DE NOS TRAVAUX

Offre Principale

La valeur par action Lagardère résultant des méthodes d'évaluation appliquées et des références d'évaluation analysées est présentée ci-dessous, avec le niveau de prime induit par le prix de l'Offre Principale à 25,50 € par action (droits à distribution attachés).



A l'issue de nos travaux d'évaluation sur la valeur des titres Lagardère, nous notons que :

- Le prix de l'Offre Principale est supérieur aux prix payés en 2021 par Vivendi pour l'acquisition (i) hors marché du Bloc détenu par Amber Capital et (ii) sur le marché d'actions Lagardère ; et
- Le prix de l'Offre extériorise une prime en valeur centrale sur l'ensemble des méthodes d'évaluation et des références d'évaluation.

Offre Subsidaire

Pour rappel, la valeur de l'Offre Subsidaire correspond à la moyenne pondérée entre :

- le prix de l'Offre Principale à 25,50 € par action (droits à distribution attachés) pour les titres apportés à l'Offre Subsidaire et soumis au Mécanisme de réduction ; et
- la somme de (i) la valeur du Droit de cession et (ii) la valeur intrinsèque d'une action (définie comme la moyenne entre les valeurs centrales issues des approches « somme des parties » et DDM) pour le reste des titres.

La valeur de l'Offre Subsidaire fait ressortir les primes suivantes par rapport à la valeur intrinsèque :

Primes induites par l'Offre Subsidaire

		Volatilité de l'action Lagardère SA*		
		8%	17%	26%
% sujet au Mécanisme de réduction**	0%	8,0%	11,7%	15,7%
	50%	6,4%	8,3%	10,3%
	100%	4,9%	4,9%	4,9%

Note * : Comprise entre (i) la volatilité de l'action Lagardère après l'annonce de l'Offre et (ii) la volatilité historique normative de l'action Lagardère estimée sur dix ans, avant impact de la crise sanitaire et hors impacts des dividendes exceptionnels

Note ** : Proportion des actions apportées à l'Offre Subsidaire et soumises au Mécanisme de réduction proportionnelle

9. ATTESTATION SUR LE CARACTERE EQUITABLE DU PRIX OFFERT

Nous avons été désignés en qualité d'Expert Indépendant par le Conseil d'Administration de la société Lagardère SA sur le fondement de l'article 261-1 I et de l'article 261-1 I, 4° du Règlement Général de l'AMF. Notre mission consistait à nous prononcer sur le caractère équitable du prix offert par Vivendi aux actionnaires de Lagardère dans le cadre de l'Offre.

La présente Offre fait suite à l'acquisition par Vivendi le 16 décembre 2021 des titres Lagardère détenus par Amber Capital, soit un bloc représentant 17,5% du capital. La mise en œuvre d'un retrait obligatoire des actions Lagardère ne sera pas demandée par Vivendi.

Offre Principale

Le prix proposé par Vivendi aux actionnaires de Lagardère est de 25,50 € par action (droits à distribution attachés) dans le cadre de l'Offre Principale.

A l'issue de nos travaux, nous observons que ce prix de 25,50 € (droits à distribution attachés) fait ressortir une prime de :

- 2,7% sur la valeur centrale issue de l'approche « somme des parties » (évaluation par activité en retenant les méthodes de l'actualisation des flux de trésorerie, des multiples boursiers et des multiples de transactions) ;
- 7,1% sur la valeur centrale issue de l'approche de l'actualisation des dividendes futurs (DDM) ;
- 34,9% sur le prix payé par Vivendi en moyenne au cours du mois de janvier 2021 pour l'acquisition sur le marché de titres Lagardère et 5,8% sur le prix payé par Vivendi pour l'acquisition le 16 décembre 2021 des titres Lagardère détenus par Amber Capital représentant 17,5% du capital de la Société ;
- 30,6% par rapport au dernier cours de bourse avant l'annonce (15 septembre 2021), 17,6% par rapport à la moyenne sur 30 jours de cotation, et 18,7% sur 60 jours de cotation ;
- 8,5% sur la médiane des objectifs de cours de bourse des analystes à la date d'annonce de l'Offre (nous observons que le prix de l'Offre Principale est supérieur aux objectifs de cours à date).

Nous observons également que le prix de l'Offre Principale est supérieur au cours de bourse de Lagardère à date (25,3 € au 18 mars 2022).

L'Offre Principale présente l'avantage de proposer un accès immédiat à une liquidité totale au prix de 25,50 € par action (droits à distribution attachés), sans subir les risques liés (i) à la réduction potentielle de la liquidité de l'action Lagardère à la suite de l'Offre et (ii) à l'impact des mesures d'intégration de Lagardère dans Vivendi en cas de succès de l'Offre, avec les aléas qui l'accompagnent.

Dans ce contexte, et au regard des éléments présentés ci-dessus, nous sommes d'avis que le prix de l'Offre principale est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de Lagardère.

Offre Subsidaire

L'Offre Subsidaire présente l'avantage de permettre aux actionnaires de Lagardère de céder leurs titres sur une période allant jusqu'au 15 décembre 2023 au prix de 24,10 € par action, tout en percevant les distributions ordinaires de la période, sous réserve de l'impact du Mécanisme de réduction.

La valeur de l'Offre Subsidaire correspond à une moyenne pondérée entre :

- a) le prix de l'Offre Principale applicable aux titres apportés à cette Offre Subsidaire et soumis au Mécanisme de réduction ; et
- b) la somme de (i) la valeur intrinsèque d'une action Lagardère et (ii) la valeur du Droit de cession pour les autres titres.

La pondération dépend du nombre de titres apportés à l'Offre Subsidaire mais soumis au Mécanisme de réduction. La valeur de l'Offre Subsidaire a par conséquent été analysée à travers différents cas (i) de proportion de titres apportés à l'Offre Subsidaire et soumis au Mécanisme de réduction et (ii) de volatilité de l'action Lagardère. Le prix proposé par Vivendi aux actionnaires de Lagardère dans le cadre de l'Offre Subsidaire fait ressortir des primes dans l'ensemble des cas de figure analysés.

Dans ce contexte, au regard des éléments présentés ci-dessus, nous sommes d'avis que l'Offre Subsidaire est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de la société Lagardère.

Conclusion

Le prix de l'Offre Principale et la valeur de l'Offre Subsidaire sont supérieurs à la valeur intrinsèque dans tous les cas analysés.

Les synergies éventuelles ne peuvent pas être chiffrées à ce stade par Vivendi et ne peuvent donc pas être valorisées directement. Nous nous sommes toutefois assurés que la prime offerte était cohérente avec celle observée sur des offres comparables.

La mise en œuvre d'un retrait obligatoire des actions Lagardère ne sera pas demandée par Vivendi. Les actionnaires apportant à l'Offre Subsidaire auront la faculté de conserver ou de céder les titres non soumis à l'impact du Mécanisme de réduction.

Nous n'avons pas identifié d'accord connexe susceptible de remettre en cause notre appréciation des conditions financières de l'Offre.

Dans ce contexte, au regard des éléments présentés ci-dessus, nous sommes d'avis que les conditions financières de l'Offre à titre Principal et Subsidaire sont équitables pour les actionnaires de la société Lagardère.

Paris, le 21 mars 2022



Geoffroy Bizard
Associé
Eight Advisory S.A.S.

Annexe 1 : Présentation de la société Eight Advisory France SAS

Fondé en novembre 2009, Eight Advisory est un cabinet indépendant spécialisé en conseil financier et opérationnel. Avec 74 associés et plus de 600 collaborateurs, Eight Advisory accompagne les grands groupes, les fonds d'investissement, les institutions financières et les sociétés familiales dans leurs décisions en matière d'évaluation financière, de transactions, de restructuration, de contentieux et de transformation opérationnelle. Eight Advisory est implanté en France à Paris, Lyon, Nantes, Marseille et Rennes, ainsi qu'au Royaume-Uni, en Belgique, en Allemagne, en Suisse, aux Pays-Bas et en Inde et travaille avec une vingtaine de partenaires étrangers. Eight Advisory est aujourd'hui reconnu, entre autres, pour la qualité de sa signature sur des dossiers nationaux comme internationaux.

Annexe 2 : Déclaration d'indépendance

Le capital d'Eight Advisory est entièrement détenu par ses associés. Eight Advisory n'entretient aucun lien juridique ou en capital avec les sociétés concernées par l'Offre ou leurs conseils, car son capital est entièrement détenu par ses Associés. Le cabinet ne détient aucun intérêt financier dans la réussite de l'Offre, ni aucune créance ou dette sur l'une des sociétés concernées par l'Offre ou toute personne contrôlée par ces sociétés au sens de l'article L.233-3 du code de commerce, susceptible d'affecter son indépendance.

Eight Advisory n'a pas mené d'évaluation de la Société au cours des 18 derniers mois.

Des équipes d'Eight Advisory ont réalisé des missions pour les groupes Lagardère ou Vivendi au cours des 18 derniers mois, pour des montants non significatifs : respectivement 0,26% et 0,19% du chiffre d'affaires d'Eight Advisory. Nous n'avons pas effectué de missions pour des entités du groupe Bolloré. L'Expert Indépendant et les membres de l'équipe ayant réalisé les travaux d'évaluation ne sont pas intervenus sur ces missions, qui n'ont par ailleurs pas été réalisées pour les besoins de l'Offre ou de l'acquisition du Bloc Amber Capital. L'Expert Indépendant n'a pas réalisé de mission pour Lagardère ou Vivendi. Compte tenu de ces éléments, la situation n'est pas susceptible d'affecter l'objectivité du jugement de l'Expert Indépendant.

Le cabinet Eight Advisory est intervenu une fois sur les 18 derniers mois en qualité d'expert indépendant dans le cadre d'une offre publique portant sur une société dont les actions sont admises sur un marché réglementé (OPAS Devoteam avec CA-CIB comme établissement présentateur). L'Expert Indépendant n'est donc pas intervenu avec les Etablissements Présentateurs sur des offres publiques avec une fréquence d'intervention susceptible d'affecter son indépendance.

Par conséquent, l'Expert Indépendant atteste de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui, avec les personnes concernées par l'Offre et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement au sens de l'article 261-4 du Règlement Général de l'AMF dans le cadre de la présente mission.

Annexe 3 : Adhésion à une association professionnelle

Eight Advisory n'adhère pas, à ce jour, à une association professionnelle reconnue par l'AMF mais a mis en place des procédures internes qui garantissent un haut niveau d'intégrité, d'indépendance et de compétence. A ce titre, il s'est doté d'un code de déontologie prévoyant notamment des procédures destinées à protéger l'indépendance du cabinet et éviter les situations de conflits d'intérêts ainsi qu'à contrôler, sur chaque mission, la qualité des travaux réalisés et des rapports avant leur émission.

Les membres de l'équipe peuvent être membres d'associations professionnelles d'analyse financière, ainsi que d'évaluation financière.

Annexe 4 : Rémunération

Le montant de la rémunération perçue par Eight Advisory s'élève à 400 000 euros H.T.

Annexe 5 : Diligences et étapes de la mission

Nos diligences ont principalement consisté à :

- Appliquer une approche multicritères d'évaluation à partir des méthodes usuellement mises en œuvre pour évaluer les titres de Lagardère SA ; et
- Analyser les conditions du prix de l'Offre Principale et de l'Offre Subsidiaire mentionnées dans le Projet de Note d'Information.

Les travaux réalisés ont compris les étapes suivantes :

1. Analyse du Groupe

- Prise de connaissance des activités du Groupe et des différents business models ;
- Analyse des marchés par activité et des tendances ;
- Compréhension du positionnement concurrentiel du Groupe, de ses avantages concurrentiels et de ses différences par rapport à la concurrence ;
- Analyse de l'information financière publique disponible sur le Groupe ; et
- Entretien(s) avec la Direction afin d'approfondir notre compréhension de l'activité et de ses perspectives.

2. Analyse financière

- Analyse des comptes consolidés de la Société sur les derniers exercices ;
- Analyse approfondie du Plan d'affaires de la Société sur la base des informations suivantes :
 - o Analyse par activité ;
 - o Analyse détaillée des prévisions (dont indicateurs opérationnels), identification des principales hypothèses et appréciation du risque associé ;
 - o Analyse du réalisé 2021 par rapport au budget 2021 ;
 - o Analyse des prévisions du consensus d'analystes avant annonce de l'Offre ; et
 - o Analyse du profil des prévisions des sociétés comparables cotées.

3. Analyse de la transaction

- Entretien avec l'Initiateur et ses conseils sur les caractéristiques de la transaction, le process et son déroulement, ainsi qu'une présentation des éléments pris en compte dans la décision sur cette transaction et le prix offert.

4. Analyse de la gouvernance

- Entretiens avec les membres du Comité *ad hoc* du Conseil d'Administration ;
- Prise de connaissance de l'actionnariat de la Société et de son évolution récente ;
- Collecte des procès-verbaux des assemblées générales et réunions des organes de gouvernance de la Société (Conseil de Surveillance puis Conseil d'Administration) ;
- Analyse des conflits d'intérêts potentiels liés à l'Offre ; et

- Analyse des accords entre parties liées et d'éventuels accords connexes à analyser au regard du principe d'égalité de traitement des actionnaires de la Société.

5. Evaluation de la Société

- Analyse de l'évolution historique du cours boursier, de la liquidité du titre, des interventions significatives sur le marché du titre et du suivi de la Société par les analystes financiers ;
- Analyse des caractéristiques des Offres Principale et Subsidiaire ;
- Analyse des précédentes transactions significatives sur le capital ;
- Analyse de valeur :
 - o Sélection des méthodes d'évaluation appropriées,
 - o Analyse de la période d'extrapolation,
 - o Analyse des niveaux stabilisés à long terme des agrégats du Groupe par activité,
 - o Collecte des données financières concernant des entreprises cotées ou ayant fait l'objet récemment d'une transaction qui ont une activité similaire,
 - o Analyse de comparabilité par rapport à ces groupes,
 - o Estimation des paramètres d'évaluation (taux d'actualisation, taux de croissance à long terme, multiples boursiers et multiples de transactions comparables...),
 - o Mise en œuvre des approches d'évaluation sélectionnées, et
 - o Analyses de sensibilité aux principales hypothèses.
- Revue des travaux d'évaluation réalisés par les Etablissements Présentateurs de l'Offre, identification et rationalisation des écarts.

6. Analyse des accords au regard de l'équité de l'Offre

- Analyse des accords connexes éventuels susceptibles de remettre en cause le principe d'égalité de traitement des actionnaires de la Société ;
- Analyse de la liquidité des actions gratuites qui seront acquises et cessibles après la clôture de l'Offre.

7. Rédaction et présentation du rapport

- Rédaction d'un projet de rapport présentant nos travaux et notre conclusion sur le caractère équitable des conditions financières de l'Offre Principale et de l'Offre Subsidiaire ;
- Prise de connaissance des projets de Note d'Information de l'Initiateur, de Note en réponse, d'avis motivé du Conseil d'Administration, et revue de cohérence ;
- Revue qualité ;
- Revue indépendante réalisée par une Associée de la ligne de services Evaluation de Eight Advisory n'ayant pas pris part à la mission ;
- Présentation du rapport aux membres du Comité *ad hoc* ; et
- Communication du rapport.

Annexe 6 : Calendrier et entretiens réalisés

- 21 décembre 2021 : Nomination de Eight Advisory en tant qu'Expert Indépendant par le Conseil d'Administration de Lagardère SA sur recommandation du Comité *ad hoc* ;
- 3 janvier 2022 : Réunion de travail avec le Comité *ad hoc* : rôles, diligences à réaliser et calendrier envisagé ;
- 10 janvier 2022 : Présentation du Plan d'Affaires par la direction financière ;
- 14 – 28 janvier 2022 : Entretiens individuels (6) avec les membres du Comité *ad hoc* ;
- 17 janvier 2022 : Réunion de travail avec le Comité *ad hoc* : Présentation des références d'évaluation retenues et présentation du Plan d'Affaires ;
- 18 - 27 janvier 2022 : Réunions de travail spécifiques (4) avec les équipes de Lagardère Travel Retail, Lagardère Publishing, Lagardère News et la direction financière de Lagardère ;
- 31 janvier 2022 : Réunion de travail avec le Comité *ad hoc* : Présentation d'analyses réalisées sur le Plan d'Affaires ;
- 17 février 2022 : Réunion de travail avec la direction financière de Lagardère ;
- 18 février 2022 : Réunion de travail avec le Comité *ad hoc* suite au relèvement du prix de l'Offre Principale ;
- 28 février 2022 : Présentation des résultats préliminaires au Comité *ad hoc* ;
- 2 mars 2022 : Echanges méthodologiques avec les Etablissements Présentateurs sur leurs travaux ;
- 10 mars 2022 : Réunion de travail avec le Comité *ad hoc* : Discussion sur les résultats préliminaires ;
- 14 mars 2022 : Présentation au Conseil d'Administration ;
- 15 mars 2022 : Entretien avec l'Initiateur ; et
- 21 mars 2022 : Réception des lettres d'affirmation signées et présentation au Conseil d'Administration du Rapport.

Annexe 7 : Entretiens

- Direction du Groupe Lagardère :
 - o Arnaud Lagardère : Président Directeur Général de Lagardère SA
 - o Pierre Leroy : Directeur Général Délégué de Lagardère SA et Président Directeur Général d'Hachette Livre
 - o Pauline Hauwel : Secrétaire Générale du Groupe Lagardère
 - o Sophie Stabile : Directrice Financière du Groupe Lagardère
 - o Fabrice Bakhouché : Directeur Général Délégué d'Hachette Livre
 - o Dag Rasmussen : Président Directeur Général de Lagardère Travel Retail
 - o Constance Benqué : Présidente de Lagardère News
 - o Nathalie Houel : Directrice Financière d'Hachette Livre
 - o Luc Mansion : Directeur Financier de Lagardère Travel Retail
 - o Séverine Le Provost : Directrice Financière de Lagardère News
 - o Nicolas Baron : M&A and Business Development Manager de Lagardère Travel Retail
- Comité *ad hoc* Lagardère SA :
 - o Véronique Morali : Présidente du Comité *ad hoc*
 - o Valérie Bernis : Membre du Comité *ad hoc*

- Nicolas Sarkozy : Membre du Comité *ad hoc*
- Pascal Jouen : Membre du Comité *ad hoc*
- Arnaud Lagardère : Membre du Comité *ad hoc*
- Pierre Leroy : Censeur du Comité *ad hoc*
- Direction de Vivendi :
 - Gilles Alix : Membre du Directoire
- Crédit Agricole CIB, conseil de Lagardère SA :
 - Bertrand Peyrelongue : Global Head of M&A
 - Elodie Froidure : Managing Director
 - François Armand : Vice-President
 - Sébastien Houdry : Associate
- Etablissements Présentateurs :
 - Jean-Pascal Tortel (BNP Paribas)
 - Theo Haddad (BNP Paribas)
 - Marc Gouget (CIC)
 - Bruno Gaheri (CIC)
 - Diana Hamadet (Lazard Frères Banque)
 - Alexandre Gauthier (Lazard Frères Banque)
 - Christophe Ricetti (Natixis)
 - Alexis Bauza (Natixis)
 - Marco Bessone (Société Générale)
 - Edoardo Dellorco (Société Générale)
 - Colombar Mathieu de Vienne (Société Générale)
- Darros Villey Maillot Brochier, Cabinet d'avocats
 - Bertrand Cardi, Associé
 - Olivier Huyghues Despointes, Associé
- Bompoint, Cabinet d'avocats
 - Dominique Bompoint, Associé

Annexe 8 : Conflits d'intérêts nécessitant la nomination d'un expert indépendant

Nous avons été désignés en qualité d'Expert Indépendant par le Conseil d'Administration de la société Lagardère SA sur le fondement de l'article 261-1 I et de l'article 261-1 I, 4° du Règlement Général de l'AMF applicables compte tenu des éléments suivants :

- Sur le fondement de l'article 261-1 I : l'Offre est susceptible de générer des conflits d'intérêts au sein du Conseil d'Administration dans la mesure où l'Initiateur y est représenté ; et
- Sur le fondement de l'article 261-1 I, 4° : Il existe une ou plusieurs opérations connexes à l'offre susceptibles d'avoir un impact significatif sur le prix ou la parité de l'offre publique considérée.

Annexe 9 : Informations utilisées

Nous avons reçu en temps utiles tous les documents nécessaires à l'accomplissement de notre mission, notamment les éléments cités dans l'Instruction AMF 2006-08 :

- La lettre d'affirmation de Lagardère : document reçu ;

- Les données prévisionnelles concernant Lagardère établies par l'Initiateur et la lettre d'affirmation de l'Initiateur : données reçues ;
- Les accords conclus dans le cadre de l'Offre : document reçu ; et
- Les éventuelles synergies anticipées lorsque celles-ci sont chiffrées : synergies non chiffrées.

Nos travaux sont également fondés sur les informations suivantes :

1. Informations communiquées par Lagardère SA et les Etablissements Présentateurs :

- Projet de Note d'Information déposé le 21 février 2022 ;
- Projet de Note en réponse de la Société ;
- Rapport de valorisation préparé par les Etablissements Présentateurs et daté de février 2022 ;
- Plan d'Affaires couvrant la période 2022-2024 et les présentations associées datant de décembre 2021 ;
- Document de mise à jour du Plan d'Affaires datant de février 2022 ;
- Comptes annuels clôturant aux 31 décembre des années 2017 à 2021 ;
- Détail du poste de bilan « Autres actifs financiers » au 31 décembre 2021 ;
- Détail des positions de BFR des branches Lagardère Travel Retail et Lagardère Publishing aux 31 décembre 2020 et 2021 ;
- Notes d'analystes portant sur Lagardère SA depuis début 2020 ;
- Procès-verbaux des Conseils d'Administration et de Surveillance de 2019 à 2021 ;
- Détail du nombre d'actions retenues au 31 décembre 2021 pour les plans d'AGA ;
- Contrat d'acquisition de titres Lagardère SA conclu entre Vivendi SE et Amber Capital ; et
- Lettres d'affirmation de la Société et de l'Initiateur.

2. Autres informations :

- Données de marché issues de la base de données Bloomberg ;
- Notes d'analystes financiers issues de la base de données Eikon ;
- Comptes et informations publiques disponibles sur les sociétés comparables cotées ; et
- Informations sur les transactions comparables issues de sources publiques.

Annexe 10 : Equipe

L'équipe Eight Advisory qui est intervenue sur ce projet est composée des personnes suivantes :

- Geoffroy Bizard, Associé, diplômé de l'ESSCA, de l'EM Lyon (Mastère d'Ingénierie Financière) et de la SFAF. 21 ans d'expérience en Evaluation financière, dont 5 ans comme analyste financier Actions puis 16 ans au sein des cabinets Deloitte et Eight Advisory ;
- Thomas Karcher, Senior Manager, diplômé de l'Université Paris Dauphine (Master 225), justifie d'une expérience de 9 ans en évaluation financière au sein d'Eight Advisory ;
- Marianne Fidel, Manager, diplômée de l'Université Paris Dauphine (Master 224), justifie d'une expérience de 6 ans en évaluation financière au sein d'Eight Advisory ;
- Vincent Frazao, Manager, diplômé d'Audencia Business School, justifie d'une expérience de 5 ans en évaluation financière au sein d'Eight Advisory ;

- Maximilien Tristant, Senior, diplômé de l'EBS, justifie d'une expérience de 4 ans en évaluation financière au sein des cabinets Ledouble et Eight Advisory ;
- Géraldine Eber, Senior, diplômée de l'EDHEC, justifie d'une expérience de 2 ans en évaluation financière au sein de Natixis Partners et Eight Advisory ; et
- Bastien Chanut, Senior, diplômé de l'ESCP, justifie d'une expérience de 2 ans en évaluation financière au sein de BNP Paribas et Eight Advisory.

Une revue arithmétique consistant à reconstruire le modèle d'évaluation a été réalisée.

La revue qualité approfondie de l'ensemble des analyses et des travaux a été réalisée par Alexis Karklins-Marchay, Associé, diplômé de l'Université Paris Dauphine (Master 225) qui a participé à certains échanges avec le Groupe ainsi qu'avec les membres du Comité *ad hoc*. Il justifie de 28 ans d'expérience en évaluation financière, notamment au sein des cabinets Ernst & Young et Eight Advisory.

La revue indépendante a été réalisée par Marie-Amélie Viallet (Associée, 15 années d'expérience en évaluation financière), qui n'a pas participé à la mission.

Le nombre total d'heures consacrées aux travaux de la mission a atteint 2 100 heures.

Annexe 11 : Lettre de mission signée

