

**PROJET DE RETRAIT OBLIGATOIRE  
PORTANT SUR LES ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ**



**INITIÉ PAR LA SOCIÉTÉ**



**EXTRAITS DU PROJET DE NOTE D'INFORMATION CONJOINTE AUX SOCIÉTÉS  
LAFARGEHOLCIM LTD ET LAFARGE S.A.**

**PRIX DU RETRAIT OBLIGATOIRE**

60 euros par action Lafarge S.A. (net de tout frais)

**AVIS IMPORTANT**

Sous réserve de la décision de conformité de l'AMF, la procédure de retrait obligatoire prévue par l'article L. 433-4 III du code monétaire et financier sera mise en oeuvre. Les actions Lafarge S.A. seront transférées, le jour de mise en oeuvre du retrait obligatoire, à la société LafargeHolcim Ltd moyennant une indemnisation d'un montant de 60 euros par action Lafarge S.A. (net de tout frais).

Ce document n'a pas été et ne sera pas soumis à l'examen de l'AMF et est réalisé à titre d'information uniquement.

Le présent document est disponible sur les sites internet respectifs de LafargeHolcim Ltd ([www.lafargeholcim.com](http://www.lafargeholcim.com)) et Lafarge S.A. ([www.lafarge.com](http://www.lafarge.com)). Des exemplaires de cette note d'information peuvent également être obtenus sans frais et sur simple demande auprès de :

LafargeHolcim Ltd  
Zürcherstrasse 156  
8645 Jona  
Suisse

Lafarge S.A.  
61, rue des Belles Feuilles  
75116 Paris  
France

## TABLE DES MATIÈRES

<b>1</b>	<b>Présentation du Retrait Obligatoire .....</b>	<b>4</b>
<b>2</b>	<b>Modalités du Retrait Obligatoire.....</b>	<b>5</b>
<b>2.1</b>	<b>Termes du Retrait Obligatoire.....</b>	<b>5</b>
<b>2.2</b>	<b>Nombre et nature des Actions Lafarge Visées par le Retrait Obligatoire .....</b>	<b>6</b>
<b>2.3</b>	<b>Situation des titulaires d’options de souscription d’actions Lafarge, d’actions de performance Lafarge et d’actions Lafarge détenues par l’intermédiaire de fonds communs de placement d’entreprise .....</b>	<b>7</b>
<b>2.4</b>	<b>Accords susceptibles d’avoir une incidence sur le Retrait Obligatoire.....</b>	<b>12</b>
<b>2.5</b>	<b>Calendrier indicatif du Retrait Obligatoire .....</b>	<b>12</b>
<b>2.6</b>	<b>Financement du Retrait Obligatoire .....</b>	<b>12</b>
<b>2.7</b>	<b>Régime fiscal du Retrait Obligatoire .....</b>	<b>13</b>
<b>3</b>	<b>Informations spécifiques relatives à Lafarge.....</b>	<b>20</b>
<b>3.1</b>	<b>Structure du capital social de la Société.....</b>	<b>20</b>
<b>3.2</b>	<b>Restrictions à l’exercice des droits de vote et aux transferts d’actions.....</b>	<b>21</b>
<b>3.3</b>	<b>Participations directes ou indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l’objet d’une déclaration de franchissement de seuil ou d’une déclaration d’opération sur titre....</b>	<b>22</b>
<b>3.4</b>	<b>Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci .....</b>	<b>23</b>
<b>3.5</b>	<b>Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d’actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier .....</b>	<b>23</b>
<b>3.6</b>	<b>Accords entre actionnaires dont la Société à connaissance pouvant entraîner des restrictions aux transferts d’actions et à l’exercice des droits de vote .....</b>	<b>23</b>
<b>3.7</b>	<b>Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d’administration ainsi qu’à la modification des statuts de la Société.....</b>	<b>23</b>
<b>3.8</b>	<b>Pouvoirs du conseil d’administration en particulier en matière d’émission ou de rachat de titres.....</b>	<b>25</b>
<b>3.9</b>	<b>Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société.....</b>	<b>27</b>

<b>3.10</b>	<b>Accords prévoyant des indemnités pour le Président Directeur Général, les membres du conseil d'administration, ou les salariés de la Société, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique.....</b>	<b>27</b>
<b>4</b>	<b>Eléments d'appréciation de l'indemnisation en numéraire prévue dans le cadre du Retrait Obligatoire .....</b>	<b>27</b>
<b>4.1</b>	<b>Données financières .....</b>	<b>28</b>
<b>4.2</b>	<b>Méthodes retenues pour l'appréciation de l'indemnisation .....</b>	<b>30</b>
<b>4.3</b>	<b>Références présentées à titre informatif .....</b>	<b>35</b>
<b>4.4</b>	<b>Méthodes écartées .....</b>	<b>35</b>
<b>4.5</b>	<b>Synthèse des éléments d'appréciation de l'indemnisation.....</b>	<b>37</b>
<b>5</b>	<b>Rapport de l'expert indépendant (Article 261-1 II du Règlement Général de l'AMF) .</b>	<b>37</b>
<b>6</b>	<b>Avis motivé du conseil d'administration de Lafarge.....</b>	<b>72</b>
<b>7</b>	<b>Modalités de mise à disposition du public des informations relatives à LafargeHolcim et Lafarge .....</b>	<b>76</b>

## 1 Présentation du Retrait Obligatoire

En application du Titre III du Livre II, et plus particulièrement des articles 237-14 et 237-16 II du règlement général de l'AMF (le « **Règlement Général de l'AMF** »), la présente procédure de retrait obligatoire fait suite à l'offre publique d'échange (l'« **Offre** ») initiée par la société LafargeHolcim Ltd (anciennement Holcim Ltd), société de droit suisse dont le siège social est situé Zürcherstrasse 156, 8645 Jona, Suisse (« **LafargeHolcim** » ou l'« **Initiateur** »), dont les actions sont admises aux négociations sur le SIX Swiss Exchange à Zurich (« **SIX** ») et sur le compartiment A d'Euronext Paris (ci-après, « **Euronext Paris** ») sous le code ISIN CH0012214059 (les « **Actions LafargeHolcim** »), visant les actions de la société Lafarge S.A., société anonyme au capital social de 1.154.022.156 euros au 10 septembre 2015, dont le siège social est situé 61 rue des Belles Feuilles, 75116 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 542 105 572 (« **Lafarge** » ou la « **Société** »), dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment A d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0000120537 (les « **Actions Lafarge** »).

Il est rappelé que le 28 mai 2015, l'AMF a déclaré l'Offre conforme aux dispositions législatives et réglementaires applicables, et a publié à cet effet une déclaration de conformité et apposé le visa n°15-226 sur la note d'information relative à l'Offre (la « **Note d'information de l'Offre** »)<sup>1</sup>, aux termes de laquelle LafargeHolcim s'est engagé à acquérir les Actions Lafarge selon une parité d'échange de neuf (9) actions LafargeHolcim portant jouissance courante, pour dix (10) Actions Lafarge portant jouissance courante.

Les modalités de l'Offre sont décrites dans la Note d'Information de l'Offre et dans la note d'information établie en réponse par Lafarge sur laquelle l'AMF a apposé le visa n°15-227 le 28 mai 2015.

À la suite de la clôture de l'Offre ré-ouverte, l'AMF a annoncé le 31 juillet 2015 que : (i) LafargeHolcim détenait 278.131.864 Actions Lafarge représentant 96,41 % du capital et au moins 95,25 % des droits de vote de Lafarge<sup>2</sup> et (ii) en tenant compte des 68.082 actions auto-détenues par Lafarge, le nombre d'Actions Lafarge non apportées à l'Offre par les actionnaires de Lafarge représentait 10.274.766 Actions Lafarge, soit 3,56 % du capital et un maximum de 4,72 % des droits de vote de Lafarge<sup>3</sup>. Les Actions Lafarge non apportées à l'Offre ne représentant pas plus de 5 % du capital ou des droits de vote de Lafarge, LafargeHolcim a annoncé dans un communiqué de presse en date du 4 août 2015 son intention de solliciter auprès de l'AMF le retrait obligatoire des Actions Lafarge restantes.

Il est précisé qu'au 10 septembre 2015, LafargeHolcim détenait 96,40 % du capital et au moins 95,79 % des droits de vote<sup>4</sup> de Lafarge.

Comme mentionné dans la Note d'Information de l'Offre, un dividende payable en actions à raison d'une (1) nouvelle Action LafargeHolcim pour vingt (20) Actions LafargeHolcim existantes a été distribué à tous les actionnaires de LafargeHolcim le 10 septembre 2015.

---

<sup>1</sup> D&I215C0718 en date du 29 mai 2015

<sup>2</sup> En se basant sur le nombre total d'Actions Lafarge en circulation au 29 juillet 2015 : 288.474.712 Actions Lafarge ne représentant pas plus de 291.990.114 droits de vote. Le nombre de droits de vote étant une estimation ne tenant que partiellement compte de la perte des droits de vote doubles attachés aux actions apportés à l'Offre.

<sup>3</sup> D&I215C1166 en date du 31 juillet 2015

<sup>4</sup> Sur la base du nombre total d'actions Lafarge en date du 31 août 2015 : 288 492 375 actions Lafarge représentant 290.344.390 droits de vote, tenant entièrement compte de la perte des droits de vote double attachés aux actions apportées à l'Offre.

Au vu des résultats de l'Offre et conformément à la faculté réservée par LafargeHolcim dans la Note d'Information de l'Offre, LafargeHolcim a décidé de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire des Actions Lafarge Visées par le Retrait Obligatoire (telles que définies à l'article 2.2 ci-dessous) et s'engage irrévocablement, conformément aux modalités exposées ci-dessous, à acquérir la totalité des Actions Lafarge Visées par le Retrait Obligatoire détenues par les actionnaires de Lafarge moyennant une indemnisation d'un montant de 60 euros par Action Lafarge, net de tout frais (le « **Retrait Obligatoire** »).

Les actionnaires de Lafarge en France et au Canada ont la possibilité d'échanger leurs Actions Lafarge contre des Actions LafargeHolcim conformément à une option d'échange décrite dans le projet de note d'information conjointe soumis à l'examen de l'AMF et auquel les investisseurs canadiens et français sont invités à se référer (l'« **Option d'Echange** »).

L'Option d'Echange sera également disponible à certains investisseurs institutionnels aux Etats-Unis, conformément à un document séparé (*U.S. Private Placement Memorandum*).

Dans la perspective du Retrait Obligatoire, Société Générale et UBS Securities France S.A. (« **UBS Securities** »), agissant en qualité d'établissements présentateurs du Retrait Obligatoire, ont préparé une évaluation des Actions Lafarge. En outre, le conseil d'administration de Lafarge a, le 28 juillet 2015, en application des dispositions de l'article 261-1 II du Règlement Général de l'AMF, désigné Accuracy, représenté par M. Bruno Husson et M. Henri Philippe, en qualité d'expert indépendant chargé d'émettre un rapport (comprenant une attestation d'équité) sur les conditions financières du prix du Retrait Obligatoire.

La synthèse de l'évaluation des Actions Lafarge établie par les établissements présentateurs et l'intégralité du rapport de l'expert indépendant sont reproduits aux articles 4 et 5 du présent document.

Ce Retrait Obligatoire reste soumis à l'examen de l'AMF.

## **2 Modalités du Retrait Obligatoire**

En application de l'article 231-13 du Règlement Général de l'AMF, Société Générale et UBS Securities ont déposé un projet de note d'information auprès de l'AMF pour le compte de l'Initiateur le 14 septembre 2015. Société Générale garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre du Retrait Obligatoire.

Ce Retrait Obligatoire reste soumis à l'examen de l'AMF.

Un avis de dépôt sera publié par l'AMF sur son site Internet. L'AMF publiera sur son site Internet une déclaration de conformité motivée relative au Retrait Obligatoire après s'être assurée de la conformité du Retrait Obligatoire aux dispositions législatives et réglementaires applicables. Cette décision de conformité emportera visa de la note d'information. En application de l'article 237-18 du Règlement Général de l'AMF, la déclaration de conformité précisera la date à laquelle le Retrait Obligatoire prendra effet, et à cette date le Retrait Obligatoire sera mis en œuvre contre indemnisation des titulaires d'Actions Lafarge concernées par le Retrait Obligatoire.

### **2.1 Termes du Retrait Obligatoire**

Les Actions Lafarge Visées par le Retrait Obligatoire (telles que définies à l'article 2.2 ci-dessous), seront transférées (quel que soit le pays de résidence du porteur desdites actions), à la date de mise en œuvre du Retrait Obligatoire fixée par l'AMF, à l'Initiateur

moyennant une indemnisation en numéraire d'un montant de 60 euros par Action Lafarge (net de tout frais).

A la date de mise en œuvre du Retrait Obligatoire, les Actions Lafarge seront radiées du Compartiment A d'Euronext Paris. Le montant de l'indemnisation en numéraire, soit 60 euros par Action Lafarge (net de tout frais), sera versé à cette date par l'Initiateur sur un compte bloqué ouvert à cet effet auprès de BNP Paribas Securities Services (« **BP2S** »), en charge de la centralisation des opérations d'indemnisation.

Après la réalisation du Retrait Obligatoire, Euroclear France procédera à la fermeture du code ISIN FR0000120537 de l'Action Lafarge ainsi qu'à la clôture des comptes des affiliés et leur remettra en contrepartie une attestation de solde.

Sur présentation de ces attestations, BP2S remettra aux établissements dépositaires teneurs de compte le montant de l'indemnisation en numéraire leur revenant, à charge pour eux de créditer les comptes des anciens actionnaires de Lafarge concernés par le Retrait Obligatoire, sous réserve des règles spécifiques applicables aux anciens propriétaires d'Actions Lafarge détenues par l'intermédiaire du plan d'épargne groupe LEA (telles que décrites à l'article 2.3.4 ci-dessous).

En application des dispositions de l'article 237-6 du Règlement Général de l'AMF, les fonds non affectés correspondant à l'indemnisation des Actions Lafarge Visées par le Retrait Obligatoire seront conservés par BP2S pendant dix ans à compter de la date du Retrait Obligatoire et versés à la Caisse des dépôts et consignations à l'expiration de ce délai. Ces fonds seront à la disposition des ayants droits sous réserve de la prescription trentenaire au bénéfice de l'État.

En application de l'article 237-7 du Règlement Général de l'AMF, BP2S insèrera annuellement, dans un quotidien d'information économique et financière de diffusion nationale, un avis appelant les anciens actionnaires non indemnisés à exercer leur droit pendant toute la période où BP2S conservera les fonds non affectés.

Si BP2S procède au versement de la totalité des fonds bloqués correspondant aux indemnités dues, une publicité appropriée sera publiée par BP2S dans un quotidien d'information économique et financière de diffusion nationale. BP2S sera alors dispensé de la publicité annuelle mentionnée ci-avant.

## **2.2 Nombre et nature des Actions Lafarge Visées par le Retrait Obligatoire**

Le Retrait Obligatoire vise la totalité des Actions Lafarge existantes et en circulation deux (2) jours de négociation précédant la date de mise en oeuvre du Retrait Obligatoire, à l'exception :

- des Actions Lafarge qui seront détenues à cette date par LafargeHolcim et Lafarge (soit respectivement 278.131.864 et 68.082 Actions Lafarge à la date de dépôt du projet de note d'information) ;
- des Actions Lafarge apportées à l'Option d'Échange ; et
- des Actions Lafarge qui sont soumises à un accord de liquidité conclu avec LafargeHolcim au plus tard le 4 octobre 2015, conformément au Mécanisme de Liquidité (tel que défini à l'article 2.3.5) ;

(les Actions Lafarges visées par le Retrait Obligatoire étant dénommées les « **Actions Lafarge Visées par le Retrait Obligatoire** »).

## 2.3 Situation des titulaires d'options de souscription d'actions Lafarge, d'actions de performance Lafarge et d'actions Lafarge détenues par l'intermédiaire de fonds communs de placement d'entreprise

Les informations relatives aux options de souscription d'actions Lafarge, aux actions de performance Lafarge et aux Actions Lafarge détenues par l'intermédiaire de fonds communs de placement d'entreprise sont issues du document de référence de Lafarge déposé auprès de l'AMF le 23 mars 2015 sous le numéro D.15-0190 (le « **Document de Référence Lafarge** »). Une mise à jour de ces informations au 8 septembre 2015 a par ailleurs été communiquée par Lafarge à LafargeHolcim.

### 2.3.1 Situation des titulaires d'options de souscription d'actions Lafarge

Chacune des options de souscription d'actions Lafarge en circulation donne droit à une Action Lafarge et est définitivement acquise (sous réserve des conditions de performance et de présence applicables).

A la connaissance de LafargeHolcim, un total de 4.745.752 options de souscription d'actions Lafarge étaient en circulation au 8 septembre 2015.

Le tableau ci-dessous résume les principales caractéristiques des options de souscription d'actions Lafarge au 8 septembre 2015.

	Plan 2005	Plan 2006 (1)	Plan 2006 (2)	Plan 2007	Plan 2008
Date d'autorisation de l'attribution par l'assemblée générale	25/05/05	25/05/05	25/05/05	03/05/07	03/05/07
Date d'attribution par le Conseil d'Administration	16/12/05	24/05/06	24/05/06	15/06/07	26/03/08
Nature des options	Souscription	Souscription	Souscription	Souscription	Souscription
Nombre total d'actions pouvant être souscrites	1.466.294	768.626	171.980	621.865	819.487
Durée des options ( <i>en années</i> )	10	10	10	10	10

	Plan 2005	Plan 2006 (1)	Plan 2006 (2)	Plan 2007	Plan 2008
Date à partir de laquelle les options peuvent être exercées	16/12/09	24/05/10	24/05/10	15/06/11	26/03/12
Fin de la période d'exercice	16/12/15	24/05/16	24/05/16	15/06/17	26/03/18
Prix de souscription ( <i>en euros</i> )	62,78	84,42	84,42	110,77	96,18
Nombre total d'options de souscription d'actions Lafarge en circulation au 8 septembre 2015	1.196.992	707.458	150.410	540.883	728.672

	Plan 2009	Plan 2010	Plan 2011	Plan 2012
Date d'autorisation de l'attribution par l'assemblée générale	03/05/07	06/05/09	06/05/09	12/05/11
Date d'attribution par le Conseil d'Administration	25/03/09	24/03/10	15/03/11	15/03/12
Nature des options	Souscription	Souscription	Souscription	Souscription
Nombre total d'actions pouvant être souscrites	744.045	1.203.500	781.980	789.920
Durée des options ( <i>en années</i> )	10	10	10	10
Date à partir de laquelle les options peuvent être exercées	25/03/13	24/03/14	15/03/15	15/03/16 (mais accélération en conséquence de l'Offre selon les



	Plan 2009	Plan 2010	Plan 2011	Plan 2012
				stipulations des plans)
Fin de la période d'exercice	25/03/19	24/03/20	15/03/21	15/03/22
Prix de souscription (en euros)	30,74	51,30	44,50	36,00
Nombre total d'options de souscription d'actions Lafarge en circulation au 8 septembre 2015	288.183	429.286	355.564	348.304

Sous réserve des conditions de performance et de présence applicables, les options de souscription d'actions Lafarge octroyées par Lafarge dans le cadre des plans 2005, 2006 (1), 2006 (2), 2007, 2008, 2009, 2010, 2011 et 2012 sont toutes définitivement acquises à la date du projet de note d'information conjointe. Les Actions Lafarge émises à la suite de l'exercice des options de souscription d'Actions Lafarge seront :

- visées par le Retrait Obligatoire si l'exercice de ces options de souscription d'actions Lafarge intervient au plus tard deux (2) jours de négociation avant la date de mise en œuvre du Retrait Obligatoire; et/ou
- sous réserve des restrictions prévues par l'article 1, éligibles à l'Option d'Échange si l'exercice de ces options de souscription d'actions Lafarge intervient avant la clôture de la période d'exercice de l'Option d'Échange.

### 2.3.2 Situation des titulaires d'actions de performance Lafarge

Lafarge a mis en place plusieurs plans permettant l'octroi d'actions de performance Lafarge en 2011, 2012, 2013 et 2014.

Les actions de performance Lafarge sont définitivement attribuées aux bénéficiaires à l'expiration d'une période d'acquisition de trois ans pour les bénéficiaires résidents fiscaux français, ou de quatre ans pour les bénéficiaires qui ne sont pas résidents fiscaux en France, sous réserve des conditions de performance applicables. En outre, les bénéficiaires résidents fiscaux français doivent également conserver les actions de performance Lafarge pendant une période supplémentaire de deux années suite à l'attribution définitive.

Les actions de performance Lafarge définitivement attribuées à leurs bénéficiaires seront :

- visées par le Retrait Obligatoire, à moins qu'elles ne fassent l'objet d'un contrat de liquidité conclu avec LafargeHolcim au plus tard le 4 octobre 2015, en application du Mécanisme de Liquidité (étant précisé que pour ce qui est des actions de performance Lafarge définitivement attribuées aux bénéficiaires, seules celles dont la période de conservation est toujours en

cours à la date de réalisation du Retrait Obligatoire peuvent être couvertes par le Mécanisme de Liquidité) ; et/ou

- sous réserve des restrictions prévues par l'article 1, éligibles à l'Option d'Échange si elles ne sont plus soumises à une période de conservation.

Dans l'hypothèse où certaines des actions de performance Lafarge deviendraient cessibles suite au décès ou à l'invalidité des porteurs conformément aux dispositions de l'article L. 225-197-1 du Code de commerce, ces actions de performance seraient :

- visées par le Retrait Obligatoire, à moins qu'elles ne fassent l'objet d'un contrat de liquidité conclu avec LafargeHolcim au plus tard le 4 octobre 2015, en application du Mécanisme de Liquidité ; et/ou
- sous réserve des restrictions prévues par l'article 1, éligibles à l'Option d'Échange si elles deviennent transférables avant la clôture de la période d'exercice de l'Option d'Échange, à moins qu'elles ne fassent l'objet d'un contrat de liquidité conclu avec LafargeHolcim au plus tard le 4 octobre 2015, en application du Mécanisme de Liquidité.

Le 17 février 2015, le conseil d'administration de Lafarge a modifié les termes du plan 2011 pour les bénéficiaires qui ne sont pas résidents fiscaux en France et les termes du plan 2012 pour les bénéficiaires résidents fiscaux en France afin de permettre le règlement desdits plans en actions nouvellement émises. Par des décisions en date du 16 et du 17 mars 2015, un total de 303.666 actions a été émis à cet effet.

Au 8 septembre 2015, un total de 1.075.853 actions de performance Lafarge étaient en circulation et faisaient toujours l'objet d'une période d'acquisition et/ou d'une période de conservation obligatoire.

Le tableau ci-dessous résume les principales caractéristiques des actions de performance Lafarge au 8 septembre 2015.

	<b>Plan 2011 (1)</b>	<b>Plan 2011 (2)</b>	<b>Plan 2012</b>	<b>Plan 2013</b>	<b>Plan 2014</b>
Date d'autorisation de l'attribution par l'assemblée générale	06/05/09	12/05/11	12/05/11	12/05/11	07/05/13
Date d'attribution par le conseil d'administration	15/03/11	12/05/11	15/03/12	13/03/13	11/03/14
Règlement	Actions existantes (sauf pour les résidents fiscaux étrangers)	Actions existantes	Actions existantes (sauf pour les résidents fiscaux français)	Actions existantes	Actions existantes

	Plan 2011 (1)	Plan 2011 (2)	Plan 2012	Plan 2013	Plan 2014
Nombre d'actions de performance attribuées initialement	328.755	20.000	483.967	636.920	331.745
Date d'acquisition définitive des actions					
<i>Bénéficiaires résidents fiscaux français</i>	15/03/14	12/05/14	17/03/15	15/03/16	14/03/17
<i>Bénéficiaires résidents fiscaux étrangers</i>	15/03/15	N/A	15/03/16	14/03/17	12/03/18
Date de cessibilité des actions					
<i>Bénéficiaires résidents fiscaux français</i>	15/03/16	12/05/16	17/03/17	16/03/18	15/03/19
<i>Bénéficiaires résidents fiscaux étrangers</i>	15/03/15	S/O	15/03/16	14/03/17	13/03/18
Actions de performance Lafarge en circulation au 8 septembre 2015	17.946	10	196.707	543.105	318.085

### 2.3.3 Actions détenues par l'intermédiaire de fonds communs de placement d'entreprise

Le conseil de surveillance du FCPE LafargeHolcim (anciennement appelé FCPE Lafarge 2000) a décidé le 8 juin 2015 d'apporter ses Actions Lafarge à l'Offre. Le FCPE LafargeHolcim ne détient donc plus aucune Action Lafarge depuis la réalisation de l'Offre.

### 2.3.4 Actions détenues dans le cadre du plan d'épargne groupe LEA

Les actionnaires de Lafarge qui détiennent directement des Actions Lafarge dans le cadre du plan d'épargne groupe LEA (le « **Plan LEA** ») recevront l'indemnité en numéraire proposée dans le cadre du Retrait Obligatoire.

Pour les actionnaires de Lafarge qui ne sont pas des résidents fiscaux en France, cette indemnité en numéraire sera versée sur leur compte respectif.

Pour les actionnaires de Lafarge qui sont des résidents fiscaux en France :

- s'agissant de tous les plans LEA antérieurs à 2011, cette indemnité en numéraire pourra, à leur seule discrétion, être versée sur leur compte respectif (sur demande), ou réinvestie en tout ou partie en parts ou fractions de part du FCPE Lafarge Placement Monétaire ; des informations complémentaires peuvent être obtenues de leur teneur de compte ; et
- s'agissant du plan LEA 2011, cette indemnité en numéraire doit être réinvestie intégralement en parts ou fractions de part du FCPE Lafarge Placement Monétaire jusqu'à l'expiration de la période d'indisponibilité restant à courir (sous réserve d'un éventuel déblocage anticipé).

#### 2.3.5 Mécanisme de Liquidité

Certains actionnaires de Lafarge auront la faculté de conclure un contrat de liquidité avec LafargeHolcim par lequel ils auront le droit et l'obligation, pendant une période de temps prédéfinie et sous certaines conditions, (i) d'échanger certaines des Actions Lafarge qu'ils détiennent ou détiendront (les « **Actions Lafarge Éligibles au Mécanisme de Liquidité** ») contre des Actions LafargeHolcim, sur la base de la Parité d'Échange (sous réserve d'ajustements ultérieurs pour prendre en compte certaines opérations ayant une incidence sur le capital ou les capitaux propres de Lafarge ou LafargeHolcim) ou (ii) de vendre ces Actions Lafarge Éligibles au Mécanisme de Liquidité à LafargeHolcim pour un montant en numéraire déterminé sur la base de la Parité d'Échange (sous réserve d'ajustements ultérieurs pour prendre en compte certaines opérations ayant une incidence que le capital ou les capitaux propres de Lafarge ou LafargeHolcim) (le « **Mécanisme de Liquidité** »). LafargeHolcim pourra, à sa seule discrétion, choisir entre un échange et une vente.

#### 2.4 Accords susceptibles d'avoir une incidence sur le Retrait Obligatoire

À l'exception du Mécanisme de Liquidité, il n'existe, à la connaissance de LafargeHolcim, aucun autre accord susceptible d'avoir une incidence sur le transfert des Actions Lafarge dans le cadre du Retrait Obligatoire.

#### 2.5 Calendrier indicatif du Retrait Obligatoire

Le calendrier est communiqué à titre indicatif et reste soumis à l'examen de l'AMF.

29 septembre 2015	Publication de la décision de conformité du Retrait Obligatoire par l'AMF
23 octobre 2015	Mise en œuvre du Retrait Obligatoire Radiation des Actions Lafarge d'Euronext Paris

#### 2.6 Financement du Retrait Obligatoire

Le montant maximal de l'indemnité qui sera versée par LafargeHolcim pour le transfert des Actions Lafarge Visées par le Retrait Obligatoire est de 618.335.580 euros<sup>5</sup>, avant divers

---

<sup>5</sup> Sur la base d'un nombre d'Actions Lafarge Visées par le Retrait Obligatoire restantes de 10.305.593 (à l'exclusion de 278.131.864 Actions Lafarge détenues par LafargeHolcim et de 68.082 Actions Lafarge auto-détenues), auxquelles pourraient s'ajouter :

frais et commissions. Ce montant sera financé par les liquidités de LafargeHolcim (et/ou par d'autres sources de financement disponibles).

## 2.7 Régime fiscal du Retrait Obligatoire

La description des traitements fiscaux français et suisses de la procédure de Retrait Obligatoire résumée ci-dessous, est basée sur la législation actuellement en vigueur. Cette législation est toutefois susceptible d'évoluer suite aux modifications ultérieures pouvant être apportées aux règles fiscales françaises et suisses applicables (éventuellement avec un effet rétroactif) et à leur interprétation par les administrations fiscales françaises et suisses.

Les informations ci-dessous constituent un résumé donné uniquement à titre d'information générale et ne peuvent en aucun cas être considérées comme une analyse complète de l'ensemble des conséquences fiscales susceptibles de s'appliquer aux porteurs d'Actions Lafarge. Il est recommandé aux porteurs de ces actions de consulter leur conseil fiscal habituel afin de déterminer le régime fiscal applicable à leur situation.

Les porteurs d'Actions Lafarge qui ne sont pas résidents fiscaux en France ou en Suisse devront se conformer, en outre, à la législation en vigueur dans leur Etat de résidence, sous réserve de l'application d'une éventuelle convention fiscale internationale signée entre cet Etat de résidence et la France, et/ou la Suisse

### 2.7.1 Régime fiscal suisse du Retrait Obligatoire

#### (i) Traitement fiscal suisse du Retrait Obligatoire en cas d'une indemnisation en numéraire

Les actionnaires qui ne sont pas résidents fiscaux en Suisse, et qui, au cours de l'année d'imposition considérée, n'ont pas détenu leurs Actions Lafarge dans le cadre d'une activité commerciale ou dans le cadre d'une activité réalisée par le biais d'un établissement stable (*Betriebsstätte*) ou d'une installation fixe d'affaires situés en Suisse, ne seront soumis à aucune imposition sur le revenu ou sur le bénéfice.

Les conséquences fiscales en termes d'impôt sur le revenu ou sur le bénéfice pour les actionnaires de Lafarge qui sont résidents fiscaux en Suisse devraient être les suivantes :

- Conformément aux principes généraux de l'imposition sur le revenu en Suisse, les actionnaires détenant leurs Actions Lafarge dans le cadre de leur patrimoine privé (*Privatvermögen*) peuvent réaliser soit une plus-value privée exonérée d'impôt ou subir une moins-value non déductible fiscalement, à moins que l'actionnaire ne soit considéré comme un négociant professionnel en valeurs mobilières (*gewerbsmässiger Wertschriftenhändler*).

- 
- 1.421.337 Actions Lafarge qui pourraient résulter de l'exercice d'options de souscription qui, à la date du présent document, sont dans la monnaie (à l'exclusion de celles qui feront l'objet d'un contrat de liquidité), étant précisé que le transfert dans le cadre de la procédure de Retrait Obligatoire des Actions Lafarge résultant de la levée d'options de souscription d'actions Lafarge octroyées dans le cadre du plan 2012 (soit 348.304 options de souscription au 8 septembre 2015) ne pourra, tel que spécifié au paragraphe 2.8.2 du projet de note d'information, bénéficier du régime fiscal et social de faveur, car un tel transfert constituerait une violation de la période d'indisponibilité de quatre ans ;
  - 3.324.415 Actions Lafarge qui pourraient résulter de l'exercice d'options de souscription qui, à la date du présent document, sont hors la monnaie (à l'exclusion de celles qui feront l'objet d'un contrat de liquidité).

- Les plus-values réalisées par des actionnaires sur leurs Actions Lafarge détenues dans le cadre de leur patrimoine commercial (*Geschäftsvermögen*) ou par des actionnaires considérés comme des négociants professionnels en valeurs mobilières (*gewerbsmässiger Wertschriftenhändler*) sont soumises à l'impôt. L'actionnaire peut réaliser soit une plus-value soumise à l'impôt soit subir une moins-value fiscalement déductible en fonction du prix de revient fiscal de leurs Actions Lafarge, conformément aux principes généraux suisses de l'imposition sur le revenu ou sur le bénéfice.

L'indemnisation versée aux actionnaires de Lafarge dans le cadre du Retrait Obligatoire peut être soumise à un droit de négociation suisse (*Umsatzabgabe*) au taux pouvant atteindre actuellement 0,30 %, sous réserve de certaines exonérations prévues par la Loi fédérale sur les droits de timbre.

## 2.7.2 Régime fiscal français du Retrait Obligatoire

- (i) Régime fiscal français du Retrait Obligatoire sous la forme d'un règlement en numéraire
  - (a) Personnes physiques résidentes fiscales en France détenant des Actions Lafarge dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et ne réalisant pas d'opérations de bourse à titre habituel (autres que les personnes physiques ayant acquis leurs Actions Lafarge dans le cadre d'un plan d'épargne d'entreprise ou de groupe)
    - (l) Régime général applicable aux personnes physiques résidentes fiscales en France (autres que les personnes physiques détenant leurs Actions Lafarge dans un plan d'épargne en actions (PEA) ou détenant des actions acquises par la levée d'options de souscription d'actions ou attribuées dans le cadre de plans d'actions de performance).

Les plus-values nettes réalisées lors du transfert d'Actions Lafarge dans le cadre de la procédure de Retrait Obligatoire seront imposables au barème progressif de l'impôt sur le revenu (et seront comprises, sans abattement, dans le revenu fiscal de référence du contribuable, qui peut être soumis à la contribution exceptionnelle sur les hauts revenus de 3 % ou 4 %), après application le cas échéant des abattements pour durée de détention prévus par l'article 150 0-D du Code général des impôts (le « CGI »), étant précisé que ces abattements ne s'appliquent pas pour la détermination du revenu fiscal de référence et de la base d'imposition de la contribution exceptionnelle sur les hauts revenus.

Ces abattements sont actuellement de (i) 50 % du montant des plus-values nettes lorsque les actions cédées ont été détenues pendant au moins deux (2) ans et moins de huit (8) ans à la date de cession, ou (ii) 65 % du montant des plus-values nettes lorsque les actions cédées ont été détenues

pendant au moins huit (8) ans à la date de cession. Aucun abattement n'est applicable en cas de cession au cours des deux (2) premières années de détention.

Par ailleurs, et sans qu'aucun abattement ne soit applicable, les plus-values réalisées lors du transfert d'Actions Lafarge dans le cadre de la procédure de Retrait Obligatoire seront également soumises :

- à la contribution sociale généralisée (CSG) au taux de 8,2 %, dont une fraction représentant 5,1 % de la plus-value est déductible ;
- au prélèvement social de 4,5 %, non déductible de l'assiette de l'impôt sur le revenu ;
- à la contribution additionnelle au prélèvement social au taux de 0,3 %, non déductible de l'assiette de l'impôt sur le revenu ;
- au prélèvement social au taux de 2 %, non déductible de l'assiette de l'impôt sur le revenu ; et
- à la contribution pour le remboursement de la dette sociale (CRDS) au taux de 0,5 %, non déductible de l'assiette de l'impôt sur le revenu.

Le transfert des Actions Lafarge mettra fin à tout report ou sursis d'imposition dont les porteurs d'Actions Lafarge auraient pu avoir bénéficié dans le cadre d'opérations antérieures relatives auxdites Actions Lafarge.

Les moins-values réalisées lors du transfert d'Actions Lafarge seront imputables sur les plus-values de même nature réalisées au cours de l'année du transfert ou des dix (10) années suivantes, sous réserve de l'application des abattements prévus par l'article 150-0 D du CGI à ces moins-values en ce qui concerne l'impôt sur le revenu.

Il est recommandé aux actionnaires qui constatent des moins-values de s'informer auprès de leur conseil fiscal habituel des règles applicables quant à l'utilisation de ces moins-values.

- (II) Personnes physiques résidentes fiscales en France détenant des Actions Lafarge dans un plan d'épargne en actions (PEA)

Les Actions Lafarge peuvent être détenues dans le cadre d'un PEA.

Un PEA ouvre droit, sous certaines conditions, (i) pendant la durée du PEA, à une exonération d'impôt sur le revenu et de prélèvements sociaux à raison des produits et des plus-values générés par les placements effectués dans le cadre du PEA, sous réserve notamment que ces produits et plus-

values demeurent investis dans le PEA et (ii) au moment de la clôture du PEA (si elle intervient plus de cinq ans après la date d'ouverture du PEA) ou lors d'un retrait partiel (s'il intervient plus de huit ans après la date d'ouverture du PEA), à une exonération d'impôt sur le revenu à raison du gain net réalisé depuis l'ouverture du plan ; ce gain reste néanmoins soumis aux prélèvements sociaux.

Les moins-values subies dans le cadre du PEA ne sont en principe imputables que sur des plus-values réalisées dans le même cadre. Toutefois, en cas de clôture anticipée du PEA avant l'expiration de la cinquième année à compter de son ouverture ou sous certaines conditions, après l'expiration de la cinquième année à compter de l'ouverture du plan, les moins-values constatées le cas échéant à cette occasion sont imputables sur les gains de même nature réalisés au cours de la même année ou des dix années suivantes.

Le transfert, lors de la procédure de Retrait Obligatoire avec une indemnisation en numéraire, d'Actions Lafarge détenues dans le cadre d'un PEA, ne devrait pas constituer un retrait du PEA pour autant que les produits tirés de ce transfert soient versés sur le compte espèces du PEA.

Il est recommandé aux personnes physiques détenant des Actions Lafarge dans le cadre d'un PEA de s'informer auprès de leur conseil fiscal habituel du régime fiscal applicable à leur situation.

(III) Résidents fiscaux en France porteurs d'Actions Lafarge acquises suite à la levée d'options de souscription d'actions Lafarge

Conformément aux dispositions de l'article 163 *bis* C du CGI (dans sa version applicable aux options de souscription d'actions Lafarge attribuées avant le 28 septembre 2012), les résidents fiscaux en France bénéficiaires d'options de souscription d'actions Lafarge attribuées en application des dispositions des articles L. 225-177 à L. 225-186 du Code de commerce ne peuvent pas bénéficier du régime fiscal et social de faveur applicable au gain d'acquisition tiré de la levée de leurs options sauf si les Actions Lafarge acquises suite à la levée de ces options revêtent la forme nominative et ne sont pas converties en actions au porteur avant l'expiration d'un délai de quatre ans (pour les options attribuées depuis le 27 avril 2000) à compter de la date d'attribution de ces options (sauf sous certaines conditions, en cas de décès, licenciement, invalidité ou mise à la retraite de l'actionnaire au cours de cette période).

Par ailleurs, conformément à l'article 200 A, 6 du CGI (dans sa version applicable aux options de souscription d'actions Lafarge attribuées à compter du 27 avril 2000 et avant le 28 septembre 2012), les bénéficiaires de ces options de



souscription d'actions Lafarge peuvent bénéficier d'un taux d'imposition réduit sur leur gain d'acquisition, à condition de conserver leurs Actions Lafarge sous la forme nominative pendant une période additionnelle au moins égale à deux ans, à compter de la date de levée des options ou de l'expiration du délai de quatre ans susmentionné si cette date intervient postérieurement.

Le transfert, dans le cadre de la procédure de Retrait Obligatoire, d'Actions Lafarge résultant de la levée d'options entraînera l'imposition du gain d'acquisition tiré de la levée des options (égal à la différence entre le premier cours coté des Actions Lafarge à la date d'exercice des options et le prix d'exercice des options). Le régime fiscal et social applicable dépendra de la satisfaction ou non des conditions prévues par les articles 163 *bis* C et 200 A du CGI (dans leur version antérieure applicable aux options de souscription d'actions Lafarge attribuées à compter du 27 avril 2000 et avant le 28 septembre 2012) décrites ci-dessus, à la date d'un tel transfert. En particulier :

- Le transfert dans le cadre de la procédure de Retrait Obligatoire des Actions Lafarge résultant de la levée d'options de souscription d'actions Lafarge octroyées dans le cadre du plan 2012 ne pourra bénéficier du régime fiscal et social de faveur, car un tel transfert constituerait une violation de la période d'indisponibilité de quatre ans mentionnée ci-dessus, aboutissant à ce que le gain d'acquisition soit traité comme relevant de la catégorie des traitements et salaires tant d'un point de vue fiscal que social.
- En ce qui concerne les Actions Lafarge résultant de la levée d'options de souscription d'actions Lafarge octroyées le ou à compter du 27 avril 2000, si le transfert dans le cadre de la procédure de Retrait Obligatoire se produit pendant la période additionnelle de conservation de deux ans mentionnée ci-dessus, il ne serait pas éligible au taux réduit d'imposition qui peut s'appliquer au gain d'acquisition si les conditions décrites ci-dessus sont remplies.

La plus-value ou, le cas échéant, la moins-value, qui peut être réalisée lors du transfert, dans le cadre de la procédure de Retrait Obligatoire, des Actions Lafarge résultant de la levée d'options, et égale à la différence positive (ou, le cas échéant, négative) entre (i) le montant du règlement en numéraire reçu dans le cadre de la procédure de Retrait Obligatoire, et (ii) le premier cours coté des Actions Lafarge à la date d'exercice des options, sera soumise à l'impôt dans les conditions prévues à l'article 2.8.2 (i)(a)(I).

Il est recommandé aux porteurs d'Actions Lafarge résultant de la levée d'options de souscription d'actions Lafarge

attribuées avant le 27 avril 2000 de s'informer auprès de leur conseil fiscal sur le régime fiscal qui leur est applicable.

(IV) Résidents fiscaux en France qui détiennent des Actions Lafarge attribuées dans le cadre de plans d'actions de performance

En application des dispositions du premier paragraphe de l'article 80 *quaterdecies* du CGI (dans sa version applicable aux actions de performance Lafarge attribuées avant le 28 septembre 2012), les résidents fiscaux en France, porteurs d'actions de performance attribuées en application des dispositions des articles L. 225-197-1 à L. 225-197-3 du Code de commerce peuvent bénéficier du régime fiscal et social de faveur y afférent, à la condition, notamment, que ces Actions de performance Lafarge soient conservées pendant une durée minimum de deux ans, à compter de leur date d'acquisition définitive.

Le transfert, dans le cadre de la procédure de Retrait Obligatoire, d'Actions Lafarge attribuées dans le cadre de plans de performance, entraînera l'imposition du gain d'acquisition y afférent réalisé lors de l'acquisition des actions de performance. Le transfert, dans le cadre de la procédure de Retrait Obligatoire, d'Actions Lafarge attribuées dans le cadre des plans d'actions de performance 2011 et 2012 (en conséquence du fait que leurs porteurs n'ont pas conclu un accord de liquidité conformément au Mécanisme de Liquidité) constituera une violation de la période de conservation de deux années mentionnée ci-dessus, aboutissant à ce que le gain d'acquisition soit traité comme relevant de la catégorie des traitements et salaires pour l'application des réglementations fiscale et sociale.

La plus-value ou, le cas échéant, la moins-value, qui peut être réalisée lors du transfert des actions de performance Lafarge dans le cadre de la procédure de Retrait Obligatoire, et égale à la différence positive (ou, le cas échéant, négative) entre (i) le montant de l'indemnisation en numéraire reçue dans le cadre du Retrait Obligatoire et (ii) le premier cours coté des Actions Lafarge au jour où les actions de performance Lafarge ont été définitivement acquises, sera imposable dans les conditions décrites à l'article 2.8.2 (i)(a)(I).

(b) Personnes morales résidentes fiscales en France assujetties à l'impôt sur les sociétés dans les conditions de droit commun

Les plus-values réalisées et les moins-values subies à l'occasion du transfert d'Actions Lafarge dans le cadre de la procédure de Retrait Obligatoire sont en principe soumises à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun de 33,1/3 % majoré, le cas échéant, de (i) la contribution sociale de 3,3 % (article 235 *ter* ZC du CGI) calculée sur

le montant de l'impôt sur les sociétés dû diminué d'un abattement qui ne peut excéder 763.000 euros par période de douze mois et de (ii) la contribution exceptionnelle de 10,7 % pour les sociétés réalisant un chiffre d'affaires supérieur à 250.000.000 euros (article 235 *ter* ZAA du CGI), calculée sur le montant de l'impôt sur les sociétés dû, déterminé avant imputation des réductions et crédits d'impôt et des créances fiscales de toute nature. Des taux réduits s'appliquent, sous certaines conditions, aux petites entreprises.

Nonobstant ce qui précède, la plus-value réalisée lors du transfert des Actions Lafarge dans le cadre de la procédure du Retrait Obligatoire peut cependant être exonérée (régime spécifique des plus-values à long terme) en application des dispositions de l'article 219 I-a *quinquies* du CGI si elle porte sur des actions ayant la nature de titres de participation au sens de l'article 219 I-a *quinquies* du CGI, détenus depuis au moins deux (2) ans. Une quote-part pour frais et charges égale à 12 % du montant brut de la plus-value doit cependant être réintégrée dans le résultat imposable de la société cédante, soumis au taux de l'impôt sur les sociétés de droit commun, et aux contributions additionnelles applicables, tel que décrit ci-dessus.

Constituent notamment des titres de participation pour l'application de l'article 219-I a *quinquies* du CGI précité, les actions revêtant ce caractère au plan comptable, ainsi que, sous certaines conditions, les actions acquises par l'initiateur d'une offre publique d'achat ou d'échange, de même que les titres ouvrant droit au régime fiscal des sociétés mères et filiales visés aux articles 145 et 216 du CGI, à l'exception des titres de sociétés à prépondérance immobilière.

Les moins-values à long terme réalisées lors du transfert des Actions Lafarge ne sont pas imputables sur les plus-values à long terme et ne peuvent faire l'objet d'un report en avant.

(c) Personnes non-résidentes fiscales en France

Sous réserve des dispositions des conventions fiscales internationales applicables, les plus-values réalisées lors du transfert des Actions Lafarge dans le cadre du Retrait Obligatoire par des personnes qui (i) ne sont pas fiscalement domiciliées en France au sens de l'article 4 B du CGI ou dont le siège social est situé hors de France, (ii) qui n'ont pas acquis ces actions en vertu de dispositifs d'intéressement des employés (par exemple, un plan d'options de souscription d'actions, plan d'actions de performance, plan d'acquisition d'actions), (iii) qui ne détiennent pas leurs Actions Lafarge par le biais d'un établissement stable ou d'une installation fixe d'affaires situés en France, et (iv) qui n'ont, à aucun moment au cours des cinq années précédant le transfert, détenu, directement ou indirectement, seuls ou avec des membres de leur famille, une participation représentant plus de 25 % des droits dans les bénéfices de Lafarge, ne sont, en principe, soumis à aucune imposition en France (articles 244 *bis* B et C du CGI), sauf si les plus-values sont

réalisées par des personnes physiques ou organismes, domiciliés, établis ou constitués hors de France et dans un Etat ou territoire non coopératif (« **ETNC** ») au sens de l'article 238-0 A du CGI. Dans ce dernier cas, indépendamment du niveau de participation dans les bénéfices de Lafarge, les plus-values sont imposées au taux forfaitaire de 75 %. La liste des ETNC est publiée par arrêté ministériel et mise à jour annuellement.

Les personnes qui ne satisfont pas aux conditions d'exonération sont invitées à consulter leur conseil fiscal habituel.

(d) Autres actionnaires

Il est recommandé aux porteurs d'Actions Lafarge soumis à un régime d'imposition autre que ceux visés ci-dessus, notamment les contribuables détenant des Actions Lafarge en dehors du cadre de la gestion de leur patrimoine privé ou réalisant des opérations de bourse à titre habituel, de contacter leur conseil fiscal habituel pour s'informer du régime fiscal applicable à leur situation dans le cadre de la procédure du Retrait Obligatoire.

### 3 Informations spécifiques relatives à Lafarge

#### 3.1 Structure du capital social de la Société

Au 10 septembre 2015, le capital social de Lafarge s'élevait à 1.154.022.156 euros et était divisé en 288.505.539 actions ordinaires d'une valeur nominale de 4 euros chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie, et le nombre de droits de vote était de 290.349.185 (en ce compris 68.082 droits de vote attachés aux actions auto-détenues temporairement privées de droits de vote).

Les actions entièrement libérées détenues sous la forme nominative pendant une période d'au moins deux (2) ans bénéficient d'un droit de vote double.

A la connaissance de la Société, au 10 septembre 2015, les Actions Lafarge émises et en circulation sont réparties comme suit :

Actionnaires	Nombre d'actions	Nombre de droits de vote (théoriques)	% du capital	% des droits de vote (théoriques)
LafargeHolcim	278.131.864	278.131.864	96,40	95,79
Autres actionnaires	10.373.675 <sup>6</sup>	12.217.321 <sup>7</sup>	3,60	4,21
<b>Total</b>	288.505.539	290.349.185	100	100

<sup>6</sup> Dont 68.082 actions auto-détenues.

<sup>7</sup> Dont 1.843.646 droits de vote double.

## 3.2 Restrictions à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions

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

#### (i) Ajustement des droits de vote

Les droits de vote sont exercés en assemblée générale sans aucune limitation jusqu'à 5 % du total des droits de vote existants à la date de l'assemblée générale. Au-delà de ce seuil, le nombre de droits de vote est ajusté au prorata de la part du capital représentée en assemblée générale, arrondi à l'unité supérieure, de façon à éviter une surreprésentation d'un actionnaire du fait de la faible participation aux assemblées générales tout en assurant à chaque actionnaire de Lafarge un pourcentage de voix au moins égal à sa part dans le capital social.

Il est fait masse, le cas échéant, pour chaque actionnaire, des droits de vote dont il dispose directement ou indirectement, ainsi que de ceux que possède un tiers avec qui il agit de concert au sens de la loi.

Le mécanisme d'ajustement des droits de vote ne s'applique pas lorsque le nombre total de droits de vote représentés en assemblée générale de la Société est supérieur aux deux tiers du nombre total de droits de vote rapporté au capital.

#### (ii) Obligation de déclaration de franchissements de seuils

Outre l'obligation légale d'information, les statuts prévoient que tout actionnaire agissant seul ou de concert, qui vient à posséder, directement ou indirectement, un nombre d'actions égal ou supérieur à 2 % du nombre total des actions de la Société, doit en informer celle-ci. Cette obligation supplémentaire est gouvernée par les mêmes dispositions que celles qui régissent l'obligation légale ; la déclaration de franchissement de seuil est faite dans le même délai que celui de l'obligation légale par lettre recommandée avec accusé de réception, télécopie ou télex indiquant si les actions sont ou non détenues pour le compte, sous le contrôle ou de concert avec d'autres personnes physiques ou morales. Elle est renouvelée pour la détention de chaque fraction additionnelle de 1 % du capital sans limitation.

Les déclarations stipulées dans les statuts sont aussi effectuées, dans les mêmes délais et selon les mêmes formes, lorsque la participation en capital devient inférieure aux seuils précédemment déclarés quelle qu'en soit la raison. Elles précisent, en outre, la date du franchissement de seuil (correspondant à celle de la transaction provoquant ce franchissement), le nombre de titres possédés par le déclarant donnant accès à terme au capital.

En cas de non-respect de l'obligation de déclaration des franchissements de seuils statutaires, la sanction légale comportant privation du droit de vote est appliquée, si elle ne l'est d'office, sur simple demande constatée dans le procès-verbal de l'assemblée générale d'un ou plusieurs actionnaires détenant une fraction du capital ou des droits de vote au moins égale à 1 %. Cette sanction est indépendante de celle qui peut être

prononcée par décision judiciaire sur demande du Président, d'un actionnaire ou de l'AMF.

La Société peut demander à tout moment à l'organisme chargé de la compensation des titres, dans les conditions et selon les modalités légales, l'identification des détenteurs de titres conférant immédiatement ou à terme un droit de vote dans les assemblées d'actionnaires, ainsi que le nombre de titres détenus par chacun d'eux et les restrictions dont les titres peuvent être frappés.

(iii) Transferts d'actions

Les actions sont librement négociables, sauf dispositions légales et réglementaires contraires.

**3.2.2** Clauses de convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5 % du capital ou des droits de vote de la Société (article L. 233-11 du Code de commerce)

A la connaissance de Lafarge, il n'existe aucune convention prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5 % du capital ou des droits de vote de Lafarge.

**3.3 Participations directes ou indirectes au sein du capital de la Société ayant fait l'objet d'une déclaration de franchissement de seuil ou d'une déclaration d'opération sur titre**

A la connaissance de Lafarge, le capital social de la Société à la date du projet de note conjointe est réparti tel qu'indiqué à l'article 3.1 ci-dessus.

Conformément aux dispositions de l'article L. 233-7 du code de commerce, Groupe Bruxelles Lambert (« **GBL** ») a déclaré le 13 juillet 2015 à l'AMF<sup>8</sup> et à Lafarge avoir franchi en baisse, le 10 juillet 2015, les seuils de 25 % des droits de vote et 20 %, 15 %, 10 % et 5 % du capital et des droits de vote de Lafarge et ne plus détenir aucun titre Lafarge. Ces franchissements de seuils résultent de l'apport de la totalité des actions Lafarge détenues par GBL à l'Offre.

Conformément aux dispositions de l'article L. 233-7 du code de commerce, M. Nassef Sawiris a déclaré le 13 juillet 2015 à l'AMF<sup>9</sup> et à Lafarge avoir franchi en baisse, le 10 juillet 2015, de concert avec NNS Holding Sàrl et NNS Holding, les seuils de 20 % des droits de vote et 15 %, 10 % et 5 % du capital et des droits de vote de Lafarge et détenir de concert 1.143 actions Lafarge représentant 2 286 droits de vote, soit 0,0004 % du capital et 0,001 % des droits de vote de Lafarge. A cette occasion, NNS Holding Sàrl a déclaré avoir franchi individuellement en baisse, le 10 juillet 2015, les seuils de 20 % et 15 % des droits de vote et 10 % et 5 % du capital et des droits de vote de Lafarge et ne plus détenir à titre individuel aucun titre de cette société. Ces franchissements de seuils résultent de l'apport de la totalité des actions Lafarge détenues par la société NNS Holding Sàrl à l'Offre, et de l'ajustement (en vue de convertir le sous-jacent en actions Holcim Ltd) d'un contrat à terme sur actions à règlement en numéraire (*cash settled share forward transaction*) conclu par NNS Holding qui confèrait à cette dernière un effet économique similaire à la détention de 6.000.000 actions Lafarge.

<sup>8</sup> D&I215C1034 en date du 15 juillet 2015.

<sup>9</sup> D&I215C1043 en date du 15 juillet 2015.

Conformément aux dispositions de l'article L. 233-7 du code de commerce, Dodge & Cox, agissant pour le compte de fonds dont elle assure la gestion, a déclaré le 17 juillet 2015 à l'AMF<sup>10</sup> et à Lafarge avoir franchi en baisse, le 13 juillet 2015, les seuils de 5 % du capital et des droits de vote de Lafarge et ne plus détenir aucun titre Lafarge. Ces franchissements de seuils résultent de l'apport de la totalité des actions Lafarge détenues par Dodge & Cox à l'Offre.

Conformément aux dispositions de l'article L. 233-7 du code de commerce, LafargeHolcim a déclaré le 15 juillet 2015 à l'AMF<sup>11</sup> et à Lafarge avoir franchi en hausse, le 10 juillet 2015, les seuils de 5 %, 10 %, 15 %, 20 %, 25 %, 30 %, 1/3, 50 % et 2/3 du capital et des droits de vote de Lafarge et détenir 252.230.673 actions Lafarge représentant autant de droits de vote, soit 87,45 % du capital et 84,59 % des droits de vote de Lafarge. Ces franchissements de seuils résultent de l'acquisition d'actions Lafarge par LafargeHolcim dans le cadre de l'Offre.

Conformément aux dispositions de l'article L. 233-7 du code de commerce, LafargeHolcim a déclaré le 5 août 2015 à l'AMF<sup>12</sup> et à Lafarge avoir franchi en hausse, le 4 août 2015, les seuils de 90 % et 95 % du capital et des droits de vote de Lafarge et détenir 278.131.864 actions Lafarge représentant autant de droits de vote, soit 96,41 % du capital et 95,35 % des droits de vote de Lafarge. Ces franchissements de seuils résultent de l'acquisition d'actions Lafarge par LafargeHolcim dans le cadre de l'Offre.

### **3.4 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci**

Néant.

### **3.5 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier**

Le conseil de surveillance du FCPE LafargeHolcim (anciennement appelé FCPE Lafarge 2000) a décidé le 8 juin 2015 d'apporter ses Actions Lafarge à l'Offre. Le FCPE LafargeHolcim ne détient donc plus aucune Actions Lafarge depuis la réalisation de l'Offre.

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

A la connaissance de Lafarge, il n'existe aucun accord entre actionnaires pouvant entraîner des restrictions aux transferts d'actions et à l'exercice des droits de vote.

### **3.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la Société**

#### **3.7.1 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration**

Conformément à l'article 14 des statuts de Lafarge, la Société est administrée par un conseil d'administration composé du nombre minimal d'administrateurs autorisé par la loi et au plus de dix-huit administrateurs nommés par l'assemblée générale des actionnaires et pris parmi ceux-ci.

<sup>10</sup> D&I215C1077 en date du 17 juillet 2015.

<sup>11</sup> D&I215C1046 en date du 15 juillet 2015.

<sup>12</sup> D&I215C1189 en date du 5 août 2015.

Le nombre des administrateurs ayant dépassé l'âge de 70 ans ne peut être supérieur au tiers des administrateurs en fonctions. De plus, les administrateurs ne doivent pas être âgés de plus de 73 ans.

La durée du mandat des administrateurs nommés ou renouvelés dans leurs fonctions est fixée à quatre ans. Il prend fin effectivement à l'issue de la réunion de l'assemblée générale ordinaire des actionnaires statuant sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle cet administrateur voit son mandat normalement expirer ou atteint l'âge limite ci-dessus fixé.

Les administrateurs sont rééligibles. Ils peuvent être révoqués à tout moment par l'assemblée générale des actionnaires.

Le conseil peut toujours, dans la limite du nombre maximum d'administrateurs autorisé par les statuts, pourvoir, conformément aux dispositions légales, au remplacement des administrateurs dont le poste est devenu vacant en cours de mandat ; les nominations ainsi faites sont soumises à la ratification de l'assemblée ordinaire suivante. L'administrateur nommé en remplacement d'un autre administrateur dont le mandat n'est pas arrivé à expiration ne demeure en fonction que pendant la durée du mandat de son prédécesseur restant à courir.

Outre les administrateurs nommés par l'assemblée générale des actionnaires et dans la mesure où les dispositions prévues par la loi en matière d'administrateurs représentant les salariés sont applicables à la Société, le conseil d'administration comprend également :

- un administrateur représentant les salariés désigné par le comité d'entreprise de la Société ;
- un second administrateur représentant les salariés, désigné par le comité d'entreprise européen, dès lors et pour autant que le conseil d'administration comporte plus de douze administrateurs nommés par l'assemblée générale. Si le conseil d'administration vient à comporter un nombre d'administrateurs nommés par l'assemblée générale inférieur ou égal à douze, le mandat de ce second administrateur représentant les salariés se poursuit jusqu'à son terme, sans qu'il ne soit alors procédé à une nouvelle désignation si cette situation demeure à la date de ce terme.

La durée du mandat d'administrateurs représentant les salariés est fixée à quatre ans courant à compter de sa désignation.

En cas de vacance d'un administrateur représentant les salariés pour quelque raison que ce soit, son remplaçant désigné par le comité d'entreprise de la Société, ou le comité d'entreprise européen le cas échéant, entre en fonctions pour la durée restant à courir du mandat de son prédécesseur. Jusqu'à la date de ce remplacement, le conseil d'administration pourra se réunir et délibérer valablement.

Plusieurs dispositions des statuts relatives aux administrateurs nommés par l'assemblée générale ne sont pas applicables aux administrateurs représentant les salariés, notamment les dispositions sur la limite d'âge des administrateurs ou l'obligation de détenir un certain nombre d'actions de la Société.

Le conseil d'administration nomme parmi ses membres un Président qui ne peut être âgé de plus de 65 ans. En cas d'atteinte de l'âge de 65 ans, ses fonctions



cessent de plein droit le 31 décembre de l'année au cours de laquelle survient son 65e anniversaire, à moins que ses fonctions de Président n'aient été renouvelées à titre exceptionnel par le conseil d'administration pour des durées successives d'une année pour autant que son mandat d'administrateur se poursuive également pendant cette période. Dans ce cas, les fonctions du Président doivent cesser définitivement le 31 décembre de l'année au cours de laquelle il atteint l'âge de 67 ans.

### 3.7.2 Règles applicables à la modification des statuts de la Société

L'assemblée générale extraordinaire délibère sur toute modification des statuts, pour lesquelles l'approbation de l'assemblée générale extraordinaire est requise par la loi.

L'assemblée générale extraordinaire ne délibère valablement que si les actionnaires présents, réputés présents ou représentés, possèdent, sur première convocation au minimum 25 % des actions ayant droit de vote et sur deuxième convocation, au minimum 20 % des actions ayant droit de vote. À défaut de quorum, la deuxième assemblée peut être prorogée à une date postérieure de deux mois au plus à celle à laquelle elle avait été convoquée.

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

### 3.8 Pouvoirs du conseil d'administration en particulier en matière d'émission ou de rachat de titres

En dehors des pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi et les statuts de la Société, le conseil d'administration dispose des autorisations accordées par l'assemblée générale des actionnaires en date du 7 mai 2015, dont le détail est repris ci-après :

Nature des autorisations	Limites d'émission	Date d'expiration
Autorisation d'achat et de vente par la Société de ses propres actions (10 <sup>ème</sup> résolution)	Dans la limite de 5 % du capital pour un montant global de 500 millions d'euros pour un prix d'achat unitaire maximum de 100 euros	7 novembre 2016
Délégation de compétence consentie en vue d'émettre des actions et des valeurs mobilières emportant augmentation de capital, avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires (13 <sup>ème</sup> résolution)	560 millions d'euros <sup>13</sup> en valeur nominale	7 juillet 2017

<sup>13</sup> Plafond global aux 13<sup>ème</sup>, 14<sup>ème</sup>, 15<sup>ème</sup>, 16<sup>ème</sup>, 17<sup>ème</sup>, 18<sup>ème</sup>, 22<sup>ème</sup> et 23<sup>ème</sup> résolutions.

Délégation de compétence consentie en vue d'émettre des actions et des valeurs mobilières emportant augmentation de capital, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires (14 <sup>ème</sup> résolution)	112 millions d'euros <sup>14</sup> en valeur nominale	7 juillet 2017
Délégation de compétence consentie en vue d'émettre, par une offre visée à l'article L. 411-2 II du Code monétaire et financier, des actions et des valeurs mobilières emportant augmentation de capital, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires (15 <sup>ème</sup> résolution)	112 millions d'euros <sup>15</sup> en valeur nominale	7 juillet 2017
Délégation consentie en vue d'émettre des actions et des valeurs mobilières emportant augmentation de capital en rémunération d'apports en nature (16 <sup>ème</sup> résolution)	112 millions d'euros <sup>16</sup> en valeur nominale	7 juillet 2017
Délégation de compétence à donner à l'effet d'augmenter le nombre de titres à émettre en cas d'augmentation de capital avec ou sans droit préférentiel de souscription (17 <sup>ème</sup> résolution)	Dans la limite du plafond applicable à l'augmentation initiale et s'imputant sur les plafonds prévus à la 14 <sup>ème</sup> résolution et/ou à la 13 <sup>ème</sup> résolution	7 juillet 2017
Délégation de compétence consentie en vue d'augmenter le capital par incorporation de réserves, bénéfiques, primes ou autres (18 <sup>ème</sup> résolution)	100 millions d'euros <sup>17</sup> en valeur nominale	7 juillet 2017
Autorisation de réduire le capital par annulation d'actions (19 <sup>ème</sup> résolution)	Dans la limite de 10 % du capital social par période de 24 mois	7 juillet 2017
Autorisation de procéder à l'attribution gratuite d'actions existantes ou à émettre, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires (20 <sup>ème</sup> résolution)	1 % du capital social (au jour de l'attribution)	7 juillet 2017
Autorisation de consentir des options de souscription et/ou d'achat d'actions, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires (21 <sup>ème</sup> résolution)	1 % du capital social (au jour de l'attribution)	7 juillet 2017

<sup>14</sup> S'imputant sur le plafond global prévu à la 13<sup>ème</sup> résolution.

<sup>15</sup> S'imputant sur le plafond prévu à la 13<sup>ème</sup> résolution et sur le plafond prévu à la 14<sup>ème</sup> résolution.

<sup>16</sup> Voir note de bas de page 15.

<sup>17</sup> Voir note de bas de page 14.

Délégation de compétence consentie en vue d'émettre des actions et/ou valeurs mobilières emportant augmentation de capital au bénéfice des adhérents d'un plan d'épargne d'entreprise, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires (22 <sup>ème</sup> résolution)	50 millions d'euros <sup>18</sup> en valeur nominale	7 juillet 2017
Délégation de compétence consentie en vue de procéder à des augmentations de capital réservées à une catégorie de bénéficiaires dans le cadre d'une opération réservée aux salariés, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires (23 <sup>ème</sup> résolution)	50 millions d'euros <sup>19</sup> en valeur nominale	7 novembre 2016

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

La procédure de retrait obligatoire ne provoque aucun changement de contrôle de la Société.

### 3.10 Accords prévoyant des indemnités pour le Président Directeur Général, les membres du conseil d'administration, ou les salariés de la Société, en cas de démission, de licenciement sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

Néant.

## 4 Eléments d'appréciation de l'indemnisation en numéraire prévue dans le cadre du Retrait Obligatoire

Société Générale et UBS Securities, agissant en qualité de banques présentatrices du Retrait Obligatoire, ont remis un rapport d'évaluation des Actions Lafarge au conseil d'administration de LafargeHolcim. Ce rapport d'évaluation a également donné lieu à une analyse commentée de la part d'Accuracy, agissant en qualité d'expert indépendant nommé par le conseil d'administration de Lafarge pour cette opération. Le rapport de l'expert indépendant est présenté en section 5 de ce document.

Les éléments d'appréciation réalisés par les banques présentatrices de l'indemnisation en numéraire proposée dans le cadre du Retrait Obligatoire (l'« **Indemnisation** ») sont résumés ci-après. Le montant de l'Indemnisation est fixé à 60,0 euros par Action Lafarge (coupon attaché).

Les éléments d'appréciation de l'Indemnisation présentés ci-dessous ont été préparés selon une approche multicritère fondée sur les méthodes usuelles d'évaluation, en prenant en compte les spécificités de Lafarge, sa taille et son secteur d'activité. Cette analyse s'appuie sur (i) les informations fournies par Lafarge et les informations publiques disponibles (incluant le rapport annuel 2014 de Lafarge publié le 23 mars 2015 ainsi que le rapport semestriel 2015 de Lafarge publié le 29 juillet 2015), (ii) le plan d'affaires de la

<sup>18</sup> Plafond commun aux 22ème et 23ème résolutions : ce plafond s'impute sur le plafond global prévu à la 13<sup>ème</sup> résolution.

<sup>19</sup> Voir note de bas de page 18.

Société (fourni par Lafarge), (iii) le plan d'affaires des synergies relatives au rapprochement avec Holcim (fourni par Lafarge), (iv) les échanges avec Lafarge.

Il n'entrait pas dans la mission de Société Générale et UBS Securities de vérifier ces informations ni de vérifier ou d'évaluer les actifs ou les passifs de Lafarge.

Les éléments d'appréciation de l'Indemnisation ont été réalisés au 25 août 2015.

## **4.1 Données financières**

### **4.1.1 Données financières**

Le plan d'affaires utilisé pour l'appréciation de l'Indemnisation se fonde sur les deux plans d'affaires fournis par Lafarge (i) pour l'entité Lafarge indépendamment du rapprochement avec le groupe Holcim et (ii) pour les synergies liées au rapprochement avec le groupe Holcim.

Le plan d'affaires de la Société se fonde sur un périmètre ajusté excluant en particulier les actifs destinés à être cédés dans le cadre du rapprochement avec Holcim (comptabilisés en « actifs en cours de cession » dans les états financiers semestriels 2015) qui comprennent notamment (i) les actifs cédés au groupe CRH, (ii) les activités cédées aux Etats-Unis et (iii) les activités cédées en Inde. Le rapprochement avec le groupe Holcim a par ailleurs donné lieu, compte tenu du changement de contrôle, au rachat obligatoire de participations de certaines filiales (notamment en Chine) consolidées par intégration globale dans le plan d'affaires fourni par Lafarge.

- Ce plan d'affaires a été établi en juillet 2015 et prend en compte une mise à jour des prévisions pour l'année 2015. Il a été élaboré pour la période 2015-2020 et se fonde sur un programme d'investissements qui vise à renforcer les positions de marché de la Société tout en assurant le renouvellement et la croissance de la base d'actifs.
- Les principales caractéristiques du plan d'affaires sont une progression moyenne du chiffre d'affaires de 9 % sur la période, une marge d'EBITDA qui augmente de 20 % à 25 % environ entre 2015 et 2020 et des investissements représentant en moyenne 9 % du chiffre d'affaires (incluant les investissements de maintenance et de productivité ainsi que les investissements de développement et de croissance externe).

Concernant les synergies, Lafarge a communiqué aux banques présentatrices un plan d'affaires détaillé incluant la répartition par nature et par géographie des synergies opérationnelles pour l'entité combinée LafargeHolcim. Le montant de ces synergies est en ligne avec les données communiquées publiquement par Holcim et Lafarge.

- Le plan d'affaires des synergies a été élaboré conjointement par des experts externes et les équipes opérationnelles des deux groupes (avant le rapprochement) sur la période 2016-2018.
- Il se fonde sur une revue détaillée des synergies de chiffre d'affaires et de coûts. Quatre catégories de synergies ont été identifiées : (i) des synergies de chiffre d'affaires provenant de nouveaux produits, nouvelles offres et nouvelles opportunités de développements commerciaux ; (ii) des synergies de coûts liées à des gains sur les approvisionnements ; (iii) des

synergies de coûts liées au partage de savoir-faire et au renforcement de l'excellence opérationnelle au sein de l'entité combinée et (iv) des synergies de coûts liées aux frais de commercialisation, charges administratives et autres frais généraux.

- Le niveau récurrent des synergies devrait être atteint à l'horizon 2018, leur mise en œuvre représentant un effort financier (dépenses et investissements) d'un montant total d'un milliard d'euros environ réparti de façon égale sur les années 2016 et 2017.
- Afin de refléter le risque inhérent à la réalisation des synergies, il a été retenu par les banques présentatrices, dans le cadre de cette analyse, 75 % des synergies qui leur ont été communiquées. La part des synergies revenant à Lafarge est basée sur la parité d'échange proposée dans le cadre de l'Offre.

#### 4.1.2 Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres

Les éléments d'ajustement retenus en date du 25 août 2015 pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres se fondent sur les informations financières fournies par Lafarge ainsi que les états financiers de Lafarge au 30 juin 2015.

Outre la dette financière brute (ajustée des changements de périmètre après annonce des résultats semestriels 2015 et retenue à valeur de marché pour sa partie obligataire) réduite de la trésorerie disponible (ajustée des sorties de trésorerie attendues des changements de périmètre après annonce des résultats semestriels 2015) – l'ensemble représentant la dette financière nette – les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres comprennent les autres éléments d'actif et de passif non opérationnels suivants : intérêts minoritaires (ajustés des changements de périmètre après annonce des résultats semestriels 2015 et retenus à valeur de marché pour les sociétés cotées), provisions pour engagements de retraite, participations dans des sociétés consolidées par mise en équivalence (ajustées des changements de périmètre après annonce des résultats semestriels 2015 et retenues à valeur de marché pour les sociétés cotées) et autres actifs financiers et certaines provisions. En particulier, les provisions pour engagements de retraite sont diminuées de l'économie liée à la déductibilité fiscale des charges liées à ces engagements. Il a été retenu le taux d'imposition normatif pour cet ajustement.

MEUR	
Dette financière nette ajustée au 30 juin 2015 :	13 418
Intérêts minoritaires :	2 544
Engagements de retraite (après impôts) :	886
Participations et autres actifs financiers :	(6 497)
Autres ajustements (provisions) :	208
<b>Soit une Dette / (Trésorerie) nette ajustée</b>	<b>10 559</b>

Note: Dette financière nette ajustée incluant la dette financière publiée par Lafarge au 30 juin 2015 (10 333M EUR)

#### 4.1.3 Nombre d'actions retenu

##### *Méthodologie*

Le nombre d'Actions Lafarge retenu pour la présente analyse correspond au nombre total d'actions émises, tel que communiqué par Lafarge, diminué des actions auto-détenues et augmenté des actions susceptibles d'être émises par l'exercice des options de souscription d'actions calculées selon l'approche « treasury method » sur la base d'un cours de référence de l'Action Lafarge au 25 août 2015<sup>20</sup>.

Le nombre d'Actions Lafarge retenu est basé sur les derniers éléments financiers disponibles publiés par Lafarge.

##### *Présentation du nombre d'Actions Lafarge retenu*

Au 25 août 2015	
Nombre total d'actions émises :	288 505 539
Impact des éléments dilutifs* :	1 412 877
Actions auto-détenues :	(68 082)
<b>Nombre d'actions retenu :</b>	<b>289 850 334</b>

\* actions susceptibles d'être émises par exercice des options de souscription d'actions sur la base du cours de référence au 25 août

#### 4.2 Méthodes retenues pour l'appréciation de l'indemnisation

L'évaluation de Lafarge a été réalisée selon une approche multicritère, pour laquelle quatre méthodes principales ont été retenues :

- Approche par les cours de bourse historiques ;
- Approche par les cours de bourse historiques et les objectifs de cours obtenus par « transparence » en appliquant la parité d'échange de l'Offre ;
- Actualisation des flux de trésorerie futurs disponibles ;
- Méthode des comparables boursiers.

La date d'évaluation retenue par les banques présentatrices pour la présente analyse est le 25 août 2015.

##### 4.2.1 Approche par les cours de bourse historiques

Les Actions Lafarge sont admises aux négociations sur Euronext Paris (code ISIN : FR0000120537). En outre, la Société a maintenu après son retrait de la cote du New York Stock Exchange son programme d'American Depositary Receipts sponsorisés, lesquels continuent d'être négociés sur le marché hors cote (programme de niveau 1).

Depuis le 4 avril 2014 et l'annonce du projet de rapprochement des groupes Holcim et Lafarge, jusqu'à la clôture de l'Offre réouverte le 28 juillet 2015, le cours de bourse de Lafarge a été fortement corrélé au cours de bourse de LafargeHolcim, reflétant la parité d'échange annoncée et son évolution ultérieure.

<sup>20</sup> 57,1 € au 25 août 2015

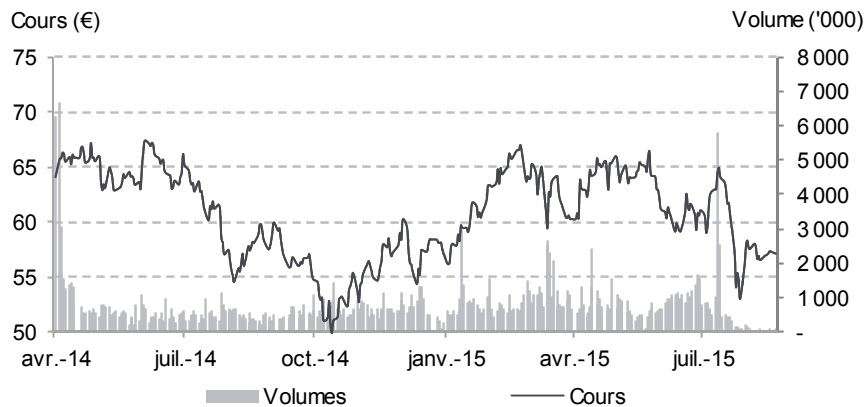
Depuis la clôture de l'Offre, les volumes d'échange de l'Action Lafarge ont significativement diminué du fait de la réduction du flottant à 3,56 % du capital de Lafarge. L'Action Lafarge reste toutefois liquide avec une rotation du flottant en ligne avec la moyenne historique de 250 jours. Le choix d'une date de référence récente permet par ailleurs de refléter l'intégration par le marché des résultats semestriels de Lafarge 2015 publiés le 29 juillet 2015. Il convient en outre de noter que le cours de l'Action Lafarge a été relativement épargné par la forte volatilité des marchés financiers observée suite à la dévaluation du yuan chinois en août 2015.

L'Indemnisation a donc été analysée au regard des cours de bourse historiques au 25 août 2015, date à laquelle la capitalisation boursière de Lafarge s'élevait à 16,6 milliards d'euros ; les derniers cours de bourse représentant par ailleurs la valeur de liquidité immédiate pour les actionnaires de Lafarge.

Le tableau ci-dessous présente les primes induites de l'Indemnisation :

Lafarge	(€)	Prime / (décote) induite
Cours spot au 25 août 2015	57,1	5,1%
Moyenne pondérée par les volumes 1 mois	56,5	6,2%
Moyenne pondérée par les volumes 3 mois	61,5	(2,5%)
Moyenne pondérée par les volumes 6 mois	62,7	(4,2%)
Moyenne pondérée par les volumes 12 mois	60,4	(0,7%)
Plus Bas (12 Mois) - 16 octobre 2014	49,8	20,4%
Plus Haut (12 Mois) - 26 février 2015	67,0	(10,4%)

Le graphique ci-dessous présente l'évolution du cours de bourse de Lafarge depuis le 4 avril 2014, soit depuis l'annonce du projet de rapprochement :



L'Indemnisation fait ressortir une décote ou prime variant de -10,4 % à +20,4 % par rapport aux prix par action induits par cette méthode.

#### 4.2.2 Approche par les cours de bourse historiques et les objectifs de cours obtenus par « transparence » en appliquant la parité d'échange proposée par Holcim dans le cadre de l'Offre

Cette approche consiste à analyser la valeur de l'Action Lafarge par « transparence » en appliquant à la valeur de l'Action LafargeHolcim, la parité d'échange de l'Offre de neuf (9) Actions LafargeHolcim pour dix (10) Actions

Lafarge. Cette approche fournit ainsi un point de comparaison par rapport à la valeur obtenue par les actionnaires de Lafarge ayant apporté leurs Actions Lafarge dans le cadre de l'Offre.

Nous retenons pour cette analyse les références suivantes: (i) le cours de bourse de LafargeHolcim et (ii) les objectifs de cours de bourse des analystes suivant LafargeHolcim.

- Pour l'analyse du cours de bourse de Lafarge par « transparence », différentes périodes ont été considérées à partir du 20 mars 2015 (date de l'annonce de la modification de la parité du rapprochement). La période du 1 juin 2015 (début de la période d'apport à l'Offre) au 28 juillet 2015 (fin de la période d'apport à l'Offre réouverte) a notamment été analysée.

	CMPV Holcim (CHF)	Spot / moyenne FX	CMPV Holcim (€)	CMPV Lafarge (par transparence) (€)	Prime / (décote) induite
<b>Au 25 août 2015</b>					
Spot	60,2	0,92	55,6	50,0	19,9%
1 mois	65,6	0,93	61,1	55,0	9,2%
3 mois	70,4	0,95	66,8	60,1	(0,2%)
<b>Du 1 juin au 28 juillet 2015<sup>1</sup></b>	<b>72,4</b>	<b>0,96</b>	<b>69,2</b>	<b>62,2</b>	<b>(3,5%)</b>
<b>Du 20 mars au 25 août 2015<sup>2</sup></b>	<b>71,9</b>	<b>0,95</b>	<b>68,6</b>	<b>61,7</b>	<b>(2,8%)</b>

Notes: (1) Période de l'ouverture de l'Offre Initiale et à la clôture de l'Offre Ré-ouverte ; (2) Période remontant à la date de l'annonce de la modification des termes de rapprochement

- Pour l'analyse du cours cible de Lafarge par « transparence », une sélection d'analystes financiers suivant LafargeHolcim a été retenue. Le tableau ci-dessous présente (i) les objectifs de cours pour LafargeHolcim au 25 août 2015 des analystes financiers ayant mis à jour leurs objectifs suite à la publication des résultats semestriels 2015 de LafargeHolcim (le 29 juillet 2015) et (ii) le cours cible de Lafarge par « transparence » correspondant à l'application de la parité de l'Offre. Les cours cibles des analystes financiers représentant des objectifs à 12 mois, la valeur de Lafarge résultant de cette analyse a été actualisée à la date d'évaluation en utilisant le coût des capitaux propres de Lafarge (estimé à 12,5 %).

Analystes	Date	Recommandation	LafargeHolcim		Prix implicite par action Lafarge (€)		Prime / (décote) induite		
			Cours cibles (CHF)	Spot / moyenne FX	Cours cibles (EUR)	Non actualisé <sup>1</sup>	Actualisé <sup>2</sup>	Non actualisé <sup>1</sup>	Actualisé <sup>2</sup>
Credit Suisse	24-août-15	Achat	80,0	0,92	73,8	66,4	59,0	(9,7%)	1,6%
Baader - Helvea	19-août-15	Hold	69,0	0,93	64,2	57,8	51,4	3,8%	16,7%
Bank Vontobel	14-août-15	Buy	83,0	0,92	76,5	68,8	61,2	(12,8%)	(1,9%)
UBS	14-août-15	Hold	73,0	0,92	67,3	60,5	53,8	(0,9%)	11,5%
JP Morgan	5-août-15	Achat	79,0	0,94	74,1	66,6	59,2	(10,0%)	1,3%
Goldman Sachs	3-août-15	Neutral	74,8	0,94	70,5	63,4	56,4	(5,4%)	6,4%
Mainfirst Bank AG	31-juil.-15	Achat	82,0	0,94	77,2	69,5	61,8	(13,7%)	(2,9%)
Kepler Cheuvreux	31-juil.-15	Achat	78,0	0,94	73,5	66,1	58,8	(9,2%)	2,1%
Morningstar	29-juil.-15	Achat	84,0	0,94	79,1	71,2	63,2	(15,7%)	(5,1%)
Natixis	29-juil.-15	Achat	91,0	0,94	85,7	77,1	68,5	(22,2%)	(12,4%)
Deutsche Bank	29-juil.-15	Achat	87,3	0,94	82,2	74,0	65,7	(18,9%)	(8,7%)
CM CIC Securities	29-juil.-15	Achat	86,6	0,94	81,5	73,4	65,2	(18,2%)	(8,0%)
Odco Securities	29-juil.-15	Achat	95,0	0,94	89,4	80,5	71,5	(25,5%)	(16,1%)
<b>Moyenne</b>			<b>81,7</b>		<b>76,5</b>	<b>68,9</b>	<b>61,2</b>	<b>(12,9%)</b>	<b>(2,0%)</b>
<b>Médiane</b>			<b>82,0</b>		<b>76,5</b>	<b>68,8</b>	<b>61,2</b>	<b>(12,8%)</b>	<b>(1,9%)</b>
Min			69,0		64,2	57,8	51,4	3,8%	16,7%
Max			95,0		89,4	80,5	71,5	(25,5%)	(16,1%)

Notes: (1) Cours induit par une Parité d'Echange de 0,9 action LafargeHolcim pour 1 action Lafarge (2) Cours cible actualisé au coût des capitaux propres de Lafarge (12,5%), permettant d'obtenir la valeur actualisée des cours cibles à 12 mois

L'Indemnisation fait ressortir une décote ou prime variant de -12,9 % à +19,9 % par rapport aux prix par action induits par cette méthode.



#### 4.2.3 Approche par l'actualisation des flux de trésorerie futurs disponibles

Cette méthode consiste à actualiser les flux de trésorerie disponibles avant charges d'intérêt générés par Lafarge en tenant compte de l'évolution attendue de ses performances à moyen et long terme. Elle revient à modéliser et à actualiser l'ensemble des flux de trésorerie revenant aux actionnaires et créanciers de Lafarge.

L'approche par l'actualisation des flux de trésorerie futurs disponibles a été réalisée sur la base des hypothèses suivantes :

- Plan d'affaires de Lafarge incluant les synergies comme présenté dans la section 4.1 ;
- Coût moyen pondéré du capital ("CMPC") de 8,7 % ;
- Dette nette ajustée (voire section 4.1.2 "Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres") au 30 juin 2015.

La valeur terminale est basée sur un flux de trésorerie normatif en 2020 estimé comme suit :

- Marge d'EBITDA hors synergies en ligne avec la moyenne sur 5 ans du plan d'affaires de Lafarge ;
- Prise en compte de 25 % des synergies récurrentes au niveau de l'EBITDA, correspondant à l'hypothèse retenue par les banques présentatrices d'une extinction des synergies sur 10 ans après 2020 ;
- Dépenses d'investissements normatives correspondant au niveau d'investissements requis pour maintenir la base d'actifs au-delà de l'horizon du plan d'affaires (légèrement inférieur à la dernière année du plan) ;
- Besoin en fonds de roulement exprimé en pourcentage du chiffre d'affaires maintenu en ligne avec la dernière année du plan ;
- Un niveau d'amortissement qui tend vers 95 % du niveau normatif des investissements ;
- Taux de croissance perpétuel de 2 %.

Les flux de trésorerie futurs disponibles ont été actualisés au 30 juin 2015.

L'Indemnisation fait ressortir une décote de 0,5 % par rapport au prix par action induit par cette méthode.

#### 4.2.4 Approche par les comparables boursiers

Cette approche consiste à appliquer aux agrégats financiers de Lafarge les multiples observés sur des sociétés cotées qui lui sont comparables en termes d'activité, de marchés et de taille.

Cette méthode a été retenue compte tenu de l'existence d'un nombre suffisant de sociétés comparables à Lafarge en dépit de certaines différences de modèles d'activité, positionnements et tailles.

Nous avons retenu l'EBITDA comme agrégat de référence pour l'analyse. Il permet de limiter l'impact des distorsions résultant de politiques d'amortissements différentes entre les sociétés de l'échantillon. Nous avons appliqué, à l'EBITDA estimé de Lafarge (tel que présenté dans le plan d'affaires décrit précédemment et ajusté des synergies récurrentes comme retenues pour le calcul du flux de trésorerie normatif ci-dessus), le multiple moyen observé sur la même période pour les sociétés cotées comparables. Dans le cadre de la présente analyse, il a été retenu d'appliquer cette méthode pour l'année en cours (2015).

Le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres pour les sociétés comparables inclut les mêmes éléments que ceux retenus pour Lafarge (les reports fiscaux ont été traités de façon cohérente au sein de l'échantillon compte tenu de leurs poids relatifs similaires par rapport à la valeur d'entreprise).

L'analyse se fonde sur un échantillon de sociétés cotées comparables composé d'entreprises présentes sur des marchés sous-jacents similaires. Il comprend des acteurs principalement cimentiers se caractérisant par une présence globale ou multi-régionale :

- HeidelbergCement : premier producteur allemand de ciment présent dans 40 pays. Il intervient également dans le domaine du granulats. Le chiffre d'affaires 2014 est de 12 614 millions d'euros principalement réalisé en Europe de l'Ouest et du Nord pour 34 % et 25 % en Amérique de Nord. La marge d'EBITDA opérationnel 2014 est de 18,1 % ;
- Cemex : acteur majeur du secteur des matériaux de construction (ciment, bétons prêts à l'emploi et granulats), présent dans plus de 50 pays à travers 55 cimenteries et une participation minoritaire dans 12 autres cimenteries. La société a réalisé un chiffre d'affaires de 13 766 millions d'euros en 2014 principalement aux Etats-Unis (24 % des revenus), au Mexique (20 % des revenus) et en Europe (27 % des revenus). La marge d'EBITDA 2014 a atteint 17,4 % ;
- Vicat : acteur cimentier ayant une forte activité de recherche. Tout en maîtrisant parfaitement les processus de fabrication, l'entreprise s'est spécialisée dans les travaux nécessitant des ciments de haute technicité. La société a réalisé un chiffre d'affaires de 2 423 millions d'euros en 2014 principalement en Europe (52 % des revenus), en Asie pour 22 %, ainsi que 16 % en Afrique et Moyen-Orient. La marge d'EBITDA 2014 est de 18,2 % ;
- Buzzi Unicem : acteur spécialisé dans le secteur du ciment et de ses dérivés, béton prêt à l'emploi et argile expansé. 27,4 millions de tonnes de ciment ont été vendues sur l'exercice 2014 ainsi que 13 millions de m3 de béton prêt à l'emploi, générant un chiffre d'affaires de 2 506 millions d'euros. 34 % de l'activité a été réalisée en Amérique du Nord, 50 % en Europe et 16 % en Italie. La marge d'EBITDA 2014 est de 16,9 % ;
- Titan Cement : acteur spécialisé dans le secteur du ciment et de ses dérivés basé en Grèce. Le chiffre d'affaires 2014 est de 1 158 millions d'euros principalement réalisé en Amérique du Nord pour 40 %, en Grèce et Europe de l'Ouest pour 25 % et en Europe du Sud-Est pour 18 %. La marge d'EBITDA 2014 est de 15,7 %.

Enfin, d'autres acteurs de l'industrie n'ont pas été retenus principalement en raison de leur positionnement géographique, de leur taille ou de leur activité.

Les multiples boursiers retenus pour valoriser Lafarge sont le rapport entre la valeur d'entreprise et l'EBITDA (VE / EBITDA). Les valeurs centrales retenues correspondent aux multiples moyens de l'échantillon. Au 25 août 2015, les multiples boursiers retenus sont les suivants :

Société	Pays	Capitalisation boursière (M€)	Valeur d'Entreprise (M€)	Multiple d'EBITDA 2015E
HeidelbergCement	Allemagne	12 446	20 784	8.0x
Cemex	Mexique	9 100	24 331	9.7x
Vicat	France	2 570	4 107	8.4x
Buzzi Unicem	Italie	2 838	3 970	8.8x
Titan Cement	Grèce	1 711	2 429	10.6x
<b>Multiple moyen</b>				<b>9.1x</b>
<b>Multiple médian</b>				<b>8.8x</b>

L'Indemnisation fait ressortir une prime de 19,7 % par rapport au prix par action induit par cette méthode.

Il convient de noter que cette méthode constitue une référence d'évaluation utile mais présente, dans le cadre de notre analyse, des limites importantes: (i) par construction, les multiples des sociétés comparables ne reflètent pas le potentiel de croissance et de création de valeur résultant du rapprochement des groupes Holcim et Lafarge mais représente une référence de valeur moyenne du secteur et (ii) la volatilité récente des marchés financiers limite la pertinence de cette approche fondée sur des cours « spot », notamment pour l'évaluation du potentiel intrinsèque de Lafarge.

### 4.3 Références présentées à titre informatif

#### 4.3.1 Approche par l'actif net comptable

Au 30 juin 2015, l'actif net comptable est de :

- 15 132 million d'euros soit 52,2€ par action, sur la base des états financiers au 30 juin 2015

L'actif net comptable de la Société n'intègre pas la valeur économique de ses participations, mais seulement leurs valeurs historiques et n'est donc pas à même de traduire l'intégralité du potentiel de valeur de la Société. En particulier, cette référence n'intègre pas les performances futures de la Société.

A titre informatif, l'Indemnisation fait ressortir une prime de 14,9 % par rapport au prix par action induit par cette méthode.

### 4.4 Méthodes écartées

#### 4.4.1 Approche par les multiples des transactions comparables

Cette méthode consiste à appliquer les multiples de valorisation moyens d'un échantillon de transactions récentes ayant eu lieu entre sociétés présentes dans un secteur d'activité comparable.

La difficulté de cette méthode réside généralement dans le choix des transactions retenues comme base de référence :

- Le prix payé lors d'une acquisition peut refléter un intérêt stratégique spécifique à un acquéreur ou inclure une prime reflétant la présence de synergies industrielles qui varient d'une opération à une autre ;
- Cette méthodologie dépend fortement de la qualité et de la fiabilité de l'information disponible pour les transactions retenues dans l'échantillon (variant en fonction du statut des sociétés rachetées – cotées, privées, filiales d'un groupe – et du niveau de confidentialité de la transaction) ;
- Cette méthodologie suppose que les cibles des transactions retenues dans l'échantillon soient parfaitement comparables à la société valorisée (par la taille, le positionnement, la présence géographique, les perspectives de croissance, la rentabilité, etc.).

Cette méthode n'a pas été retenue car il n'existe pas d'échantillon pertinent de transactions comparables récentes et documentées, notamment en termes de rentabilité, croissance, positionnement stratégique, modèle économique ou portefeuilles de clients.

#### 4.4.2 Approche par l'actif net réévalué

La méthode de l'actif net réévalué consiste à corriger l'actif net comptable du groupe des plus ou moins-values latentes identifiées à l'actif, au passif ou en engagements hors bilan.

Cette approche, habituellement utilisée pour la valorisation de sociétés de portefeuille détenant des participations financières minoritaires, a été écartée dans la mesure où les actifs de Lafarge sont essentiellement des actifs d'exploitation majoritairement contrôlés.

#### 4.4.3 Approche par l'actualisation des flux de dividendes

Cette méthode, qui consiste à valoriser les fonds propres d'une société par l'actualisation, au coût des fonds propres de la société, des flux prévisionnels de dividendes versés à ses actionnaires, n'a pas été retenue étant donné qu'elle dépend essentiellement des projections de résultats futurs et des décisions des dirigeants des sociétés en matière de taux de distribution.

#### 4.4.4 Approche par les cours cibles des analystes financiers

Cette méthode n'a pas été retenue compte tenu de la très faible couverture du titre par les analystes financiers, constatée notamment à l'occasion de la publication des résultats semestriels 2015, la grande majorité des analystes financiers ayant abandonné la couverture du titre Lafarge suite au succès de l'Offre. Il est toutefois rappelé qu'une analyse des objectifs de cours de Lafarge par « transparence » avec les objectifs de cours de LafargeHolcim, est présentée dans les méthodes retenues pour l'appréciation de l'Indemnisation ci-dessus.

#### 4.5 Synthèse des éléments d'appréciation de l'indemnisation

L'Indemnisation de 60 euros par Action Lafarge se compare comme suit aux résultats des analyses décrites ci-dessus :

Critères	Prix implicite par action Lafarge (€)	Prime / (décote) induite
<b>Cours de bourse - au 25 août 2015</b>		
Cours spot au 25 août 2015	57,1	5,1%
Moyenne pondérée par les volumes 1 mois	56,5	6,2%
Moyenne pondérée par les volumes 3 mois	61,5	(2,5%)
Moyenne pondérée par les volumes 6 mois	62,7	(4,2%)
Moyenne pondérée par les volumes 12 mois	60,4	(0,7%)
Plus Bas (12 Mois)	49,8	20,4%
Plus Haut (12 Mois)	67,0	(10,4%)
<b>Cours de bourse par transparence - au 25 août 2015</b>		
Cours spot au 25 août 2015	50,0	19,9%
Moyenne pondérée par les volumes 1 mois	55,0	9,2%
Moyenne pondérée par les volumes 3 mois	60,1	(0,2%)
Moyenne pondérée par les volumes du 1 juin au 28 juillet 2015	62,2	(3,5%)
Moyenne pondérée par les volumes du 20 mars au 25 août 2015	61,7	(2,8%)
<b>Cours cibles des analystes - au 25 août 2015</b>		
Moyenne des cours cibles - non-actualisée	68,9	(12,9%)
Moyenne des cours cibles - actualisée	61,2	(2,0%)
<b>Actualisation des flux de trésorerie futurs disponibles</b>		
Cas central	60,3	(0,5%)
<b>Comparable boursiers - au 25 août 2015</b>		
VE / EBITDA 2015E	50,1	19,7%

#### Option d'Echange

Sur la base (i) d'un ratio d'échange de neuf (9) Actions LafargeHolcim pour dix (10) Actions Lafarge, ajusté du dividende exceptionnel payé en actions le 10 septembre 2015, d'une (1) nouvelle Action LafargeHolcim pour vingt (20) Actions LafargeHolcim détenues, soit neuf virgule quarante-cinq (9,45) Actions LafargeHolcim pour dix (10) Actions Lafarge après ajustement, et (ii) d'un cours de bourse de l'Action LafargeHolcim de 60,2 francs suisse au 25 août 2015, l'Option d'Echange représente une décote de 12 % par rapport à l'Indemnisation.

### 5 Rapport de l'expert indépendant (Article 261-1 II du Règlement Général de l'AMF)

#### Expertise Indépendante dans le cadre de la procédure de retrait obligatoire initiée par LafargeHolcim sur les titres Lafarge

Lafarge est un des leaders mondiaux dans le domaine de la production et de la commercialisation de matériaux de construction (ciments, granulats et bétons). La société est cotée sur le compartiment A d'Euronext Paris. Avec une capitalisation boursière d'environ 17 mds€ au premier trimestre 2015, le groupe Lafarge a réalisé en 2014 un chiffre d'affaires d'environ 12,8 mds€.

Holcim est une société suisse, également parmi les leaders du secteur. Coté sur le marché SIX à Zurich, le groupe affichait au premier trimestre 2015 une capitalisation d'environ 24 mdsCHF, pour un chiffre d'affaires d'environ 19,1 mdsCHF à fin 2014.

Le 7 avril 2014, Lafarge et Holcim ont annoncé leur volonté de rapprocher leurs activités dans le cadre d'une fusion entre égaux, créant le leader incontesté du secteur avec une empreinte mondiale dans toutes ses activités.

Ce rapprochement amical a pris la forme d'une Offre Publique d'Echange (« l'OPE ») déposée par Holcim sur les titres Lafarge et ouverte le 1er juin 2015, avec une parité d'échange proposée de 9 actions Holcim pour 10 actions Lafarge. Accuracy a été mandaté par le conseil d'administration de Lafarge le 17 février 2015, en qualité d'expert indépendant, afin de délivrer une attestation sur le caractère équitable des conditions financières de cette offre.

A la clôture de l'offre le 3 juillet 2015, Holcim détenait une participation représentant 87,46 % du capital et au moins 83,94 % des droits de vote de Lafarge. L'offre a ensuite été ré-ouverte pour une dizaine de jours de bourse et close à nouveau le 28 juillet. Depuis cette date, Holcim, rebaptisé depuis LafargeHolcim, détient une participation représentant 96,41 % du capital et 95,79 % des droits de vote de Lafarge, soit des pourcentages supérieurs aux seuils de 95 % requis par la réglementation boursière pour demander la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire.

Dans ces conditions et conformément aux intentions qu'il avait indiquées dans la note relative à l'OPE, LafargeHolcim (« l'Initiateur ») envisage aujourd'hui de demander à l'AMF la mise en œuvre d'une procédure de Retrait Obligatoire sur les titres Lafarge (« la Cible », « la Société », « le Groupe ») qu'il ne détient pas à ce jour (« l'Opération ») au prix unitaire de 60,0 € (« le Prix d'indemnisation »).

Selon la réglementation française issue de la Directive européenne relative aux offres publiques, dans le contexte de la présente Opération (i.e. offre publique « plébiscitée » par les actionnaires de la société cible et dont l'initiateur détenait préalablement moins de 50 % du capital et des droits de vote de cette société), ce retrait obligatoire est de droit s'il intervient sur la base d'un prix ou d'une parité identiques à ceux proposés dans le cadre de l'offre. Cette condition est parfaitement respectée par l'option d'échange proposée par LafargeHolcim dans le cadre de la présente Opération, la parité proposée (i.e. 9,45 actions LafargeHolcim pour 10 actions Lafarge) correspondant précisément à celle retenue dans le cadre de l'Offre après ajustement pour la distribution de dividendes en actions intervenue le 10 septembre 2015 après le dénouement de l'Offre.

Cependant, la réglementation boursière française impose une indemnisation en numéraire lors de tout retrait obligatoire (articles L. 433-4 III du code monétaire et financier et 237-16 du Règlement général de l'AMF). Dans la mesure où l'Offre ne proposait pas d'alternative en numéraire, le retrait obligatoire n'est pas automatique et doit être formellement avalisé par l'AMF. Plus précisément, LafargeHolcim doit proposer un prix d'indemnisation à l'appui de sa demande de retrait obligatoire, tandis que Lafarge doit désigner un expert indépendant aux fins d'obtenir une attestation d'équité sur les conditions de cette opération.

C'est dans ce contexte qu'Accuracy a été mandaté par le conseil d'administration de Lafarge le 28 juillet 2015, en qualité d'expert indépendant, aux fins de donner son opinion sur le caractère équitable du Prix d'indemnisation pour les actionnaires minoritaires de Lafarge, en application de l'article 261-1 II du Règlement Général de l'AMF.

Le présent rapport d'expertise est donc une attestation d'équité au sens de l'article 262-1 du Règlement Général de l'AMF, dont les principes d'élaboration sont détaillés dans l'instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 et dans une recommandation sur l'expertise financière indépendante en date du 28 septembre 2006, modifiée le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010. Notre mission d'expertise s'inscrit uniquement dans ce cadre à l'exclusion de tout autre contexte fondé sur d'autres lois ou réglementations étrangères.

Conformément à la définition de la mission confiée à Accuracy, dans la mesure où, comme il a été rappelé ci-dessus, l'expropriation des actionnaires minoritaires de Lafarge ne peut intervenir que sur la seule base du Prix d'indemnisation, le présent rapport ne se prononcera pas sur l'intérêt présenté, pour les actionnaires minoritaires de Lafarge, par l'option d'échange proposée par LafargeHolcim dans le cadre de l'Opération.

Ce rapport est structuré en cinq parties distinctes. La première fournit une présentation synthétique de la société Accuracy, des missions d'expertise effectuées au cours des vingt-quatre derniers mois, ainsi qu'une attestation d'indépendance et une description des diligences effectuées dans le cadre de la présente mission. La deuxième partie s'intéresse au contexte de l'Opération en présentant successivement les caractéristiques financières de la Société et la vie boursière des titres Lafarge et LafargeHolcim pour conclure sur les conditions d'équité de l'Opération. La troisième partie détaille les travaux d'évaluation réalisés pour estimer la valeur des titres Lafarge dans le strict respect de l'approche multicritères recommandée par les autorités de marché en pareilles circonstances. La quatrième partie expose nos commentaires sur les éléments d'appréciation de l'Offre proposés par Société Générale et UBS, banques présentatrices de l'Offre (« les Banques »). La cinquième et dernière partie présente nos conclusions sur le caractère équitable du Prix d'indemnisation pour les actionnaires minoritaires de Lafarge.

## **1. Présentation d'Accuracy**

et des principales diligences effectuées

### **1.1. Présentation d'Accuracy**

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

Forte d'une équipe de plus de 240 consultants (dont plus d'une centaine à Paris), Accuracy dispose d'une grande expérience dans l'évaluation d'activités et d'entreprises, ainsi que dans l'évaluation d'instruments financiers complexes (management package, options, actions de préférence, etc.).

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

### Attestations d'équité réalisées par Accuracy depuis août 2013

Date	Cible	Initiateur	Type d'opération	Banque présentatrice
avr.-15	Lafarge	Holcim	Offre publique d'échange	Société générale, UBS
nov.-14	Rocamat	Rocafin, Rocafin II, Rocafin III	Offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire	Oddo & Cie
déc.-13	Lafuma	Calida	Augmentation de capital réservée	Gilbert Dupont

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

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

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

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

Henri Philippe, dispose d'une expérience professionnelle de plus de 15 ans dans le domaine de l'évaluation financière et a participé à l'ensemble des opérations citées ci-dessus. Henri Philippe est diplômé de l'ESC Bordeaux, titulaire d'un MBA de la Wake Forest University et d'un doctorat en finance de l'Université Paris-Dauphine ; il est également chargé de cours au Groupe HEC, à l'Ecole Nationale des Ponts & Chaussées et à l'Université Paris-Dauphine.

Pour la réalisation de la mission, Bruno Husson et Henri Philippe ont été assistés par Guillaume Charton, manager diplômé d'HEC disposant d'une expérience de plus de cinq ans dans le domaine du conseil financier, et par deux consultants.

#### 1.3. Déclaration d'indépendance

Comme indiqué plus haut, Accuracy est intervenu récemment pour le compte de Lafarge en délivrant, le 15 avril 2015, une attestation d'équité sur les conditions financières de l'OPE initiée par Holcim (« le Rapport d'avril 2015 »). La procédure de retrait obligatoire, qui motive notre nouvelle nomination en qualité d'expert indépendant par le conseil d'administration de Lafarge, se situe dans le prolongement de l'OPE, car son lancement éventuel avait été annoncé dans le cadre de cette offre.

Dans ce contexte et en l'absence d'autres éléments, nous réitérons la déclaration d'indépendance formulée dans notre attestation d'avril dernier conformément à l'alinéa II de l'article 264-4 du Règlement général de l'AMF.

#### 1.4. Rémunération

Le montant des honoraires forfaitaires perçus par Accuracy au titre de la présente mission s'élève à 230 000 € hors taxes.



## **1.5. Diligences effectuées**

### **1.5.1. Programme de travail**

Accuracy a mis en œuvre le programme de travail suivant :

- analyse du contexte de l'Opération ;
- entretiens avec des dirigeants financiers de Lafarge ;
- entretien avec des représentants des deux banques-conseil de LafargeHolcim, Société Générale et UBS ;
- mise à jour des analyses financières historiques effectuées dans le cadre de l'OPE sur le Groupe, ainsi que sur un échantillon de sociétés cotées comparables à partir des documents de référence ou rapports annuels de la période récente ;
- analyse de la performance prévisionnelle du Groupe (hors impact des synergies) fondée sur le plan d'affaires en « standalone » élaboré par le management de la Société sur la période 2015-2020 ;
- analyse des synergies attendues du regroupement entre Lafarge et Holcim, tel que modélisé par le management des deux groupes ;
- analyse de la saisonnalité du BFR opérationnel afin de déterminer un niveau de BFR moyen annuel entrant dans l'analyse de la rentabilité prévisionnelle attendu sur l'horizon du plan d'affaires ;
- analyse de la vie boursière des titres Lafarge et LafargeHolcim sur la période récente, ainsi que du niveau de suivi par les analystes financiers ;
- examen critique des références d'évaluation (directes ou indirectes) représentées par les cours boursiers des titres Lafarge et LafargeHolcim et les prix cibles (target prices) des analystes financiers ;
- évaluation des titres Lafarge intégrant les perspectives de développement du portefeuille d'activités en standalone et la quote-part des synergies revenant aux actionnaires de Lafarge, selon une approche multicritères comprenant notamment la mise en œuvre de la méthode des flux disponibles actualisés (ou méthode DCF pour Discounted Cash Flows) et de la méthode des comparaisons boursières ;
- dans le cadre de ces deux méthodes, examen approfondi des éléments d'actif et de passif ajoutés ou déduits de la valeur estimée du portefeuille d'activités (ou valeur d'entreprise) pour obtenir la valeur des capitaux propres ; en outre, en raison des variations significatives de périmètre enregistrées autour du 30 juin (date de l'évaluation), vérification de la cohérence entre les éléments prévisionnels considérés (free cash flows et résultats opérationnels) et les éléments de bilan pris en compte à la date de l'évaluation ;
- dans le cadre de la méthode DCF, examen attentif des modalités de calcul de la valeur terminale et de calcul du taux d'actualisation applicable ;
- analyse critique du rapport d'évaluation élaboré par les Banques dans le cadre de l'Opération ;
- rédaction du présent rapport d'expertise.

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

### **1.5.2. Calendrier de l'étude**

Notre mission s'est déroulée du 31 juillet 2015, date de signature de notre lettre de mission, au 10 septembre 2015, date de signature du présent rapport.

### **1.5.3. Informations utilisées**

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

- plan d'affaires du portefeuille d'activités en standalone couvrant la période 2015-2020, sous la forme de deux scénarios distincts ;
- plan d'affaires des synergies attendues du regroupement intégrant une typologie des synergies, une estimation des flux annuels et un calendrier de réalisation ;
- bilan pro forma au 30 juin 2015 dans un périmètre identique à celui considéré dans le plan d'affaires (i.e. intégrant les cessions réalisées conformément aux engagements pris auprès des autorités de la concurrence en cas de succès de l'OPE, ainsi que la consolidation de la participation détenue en Chine) ;
- document de consolidation semestriel au 30 juin 2015 comportant un niveau de détail supérieur à celui des annexes des comptes consolidés publics pour certains postes de bilan ;
- certaines informations financières complémentaires destinées notamment à affiner l'estimation de la valeur des intérêts minoritaires et des sociétés mises en équivalence ;
- suivi mensuel du BFR opérationnel (« Strict Working Capital ») afin de déterminer un niveau de BFR moyen sur l'année ;
- détail des prix de transaction réalisés et/ou estimés dans le cadre des processus de cessions d'actifs industriels liés aux engagements pris auprès des autorités de la concurrence ;

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

- communiqués de presse de la Société portant sur l'Opération ;
- rapports annuels et rapport au 30 juin 2015 de la Société, ainsi que des principaux acteurs du secteur ;
- présentations écrites ou orales faites aux analystes financiers par les dirigeants des groupes Lafarge et Holcim, notamment celle du 7 avril 2014 relative aux synergies attendues du projet de regroupement et celle du 29 juillet 2015 relative aux résultats du premier semestre 2015 ;
- notes et études publiées par les analystes financiers sur les titres Lafarge et Holcim depuis l'annonce du succès de l'OPE ;
- informations de marché diffusées par les bases de données financières Bloomberg, Capital IQ et Mergermarket.

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

Nous avons considéré que les informations (de nature comptable et financière) que Lafarge nous a communiquées dans le cadre de notre mission étaient fiables et transmises de bonne foi.

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

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

## **2. Contexte de l'Opération**

### **2.1. Principales caractéristiques financières de Lafarge à la veille de l'Opération**

#### **2.1.1. Un important levier opérationnel combiné à un levier financier élevé**

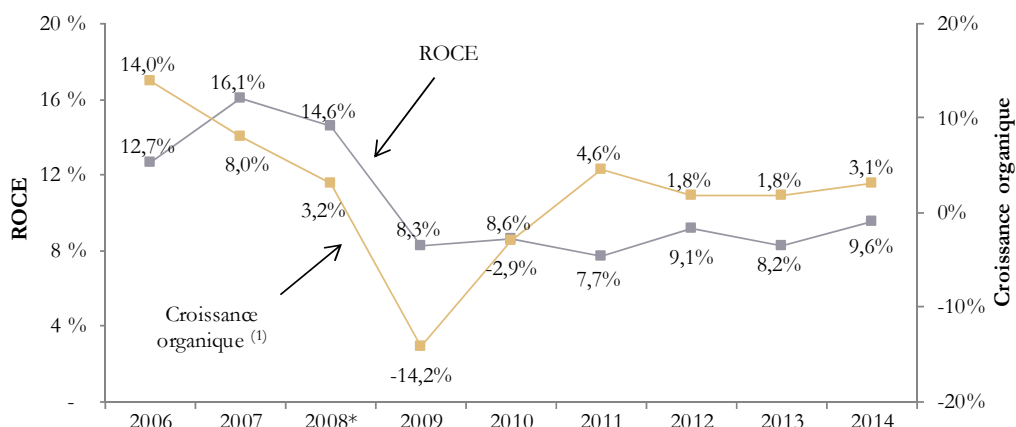
Lafarge est un groupe d'envergure mondiale spécialisé dans la production et la commercialisation de matériaux de construction. Le pôle ciment représente l'essentiel des sources de revenus (67 % en 2014), les autres revenus étant issus des activités de production de béton et de granulats.

Le métier de cimentier suppose une forte empreinte géographique avec des sites de production proches des lieux de consommation. Le modèle économique associé confère donc aux acteurs du secteur (i) une forte intensité capitalistique (liée à la nécessité de déployer de nombreux sites de production pour couvrir toutes les zones de consommation) et (ii) un levier opérationnel élevé (lié au poids relatif élevé des coûts de personnel et de l'amortissement de l'outil industriel). Dans le jargon des analystes boursiers, ces caractéristiques opérationnelles font de Lafarge une « valeur cyclique » dont les résultats opérationnels sont particulièrement sensibles à l'évolution de la conjoncture économique et aux variations subséquentes des niveaux d'activité. La rentabilité économique du Groupe (mesurée par le ROCE<sup>21</sup> pour Return On Capital Employed) est ainsi relativement volatile ; sur la période récente, elle est, sans surprise compte tenu de la crise, proche du point mort financier (i.e. coût du capital).

---

<sup>21</sup> Cet indicateur est ici défini par l'EBIT après impôt (au taux normatif de 30 %) rapporté à l'actif économique comptable de début de période (hors goodwill, impôts différés et actifs financiers).

## - Evolution historique du ROCE et de la croissance organique du chiffre d'affaires -



(1) Moyenne pondérée par le chiffre d'affaires des croissances like-for-like pour le Ciment et Granulats & Béton

(\*) ROCE de Lafarge retraité de l'impact estimé de l'acquisition d'Orascom ayant eu lieu en 2008

Lafarge a été lourdement touché par le ralentissement du marché de la construction consécutif à la crise financière : entre 2007 et 2009, le ROCE a ainsi perdu 7,8 points. Depuis lors, le Groupe a fait des efforts significatifs pour redresser sa rentabilité. L'analyse de la rentabilité de Lafarge sur la période récente révèle ainsi un changement de tendance intervenu au cours des années 2011 et 2012. Le niveau de rentabilité du portefeuille d'activités a ainsi progressé sous l'effet combiné de la croissance dans les pays émergents et de la reprise économique en Amérique du Nord, pour atteindre 9,1 % en 2012. Depuis cette date, et en l'absence d'un retour à une forte croissance des volumes, le ROCE de Lafarge est quasi stationnaire, malgré l'effet d'un plan de réduction des coûts et d'innovation couvrant la période 2012-2015. En 2014, le ROCE de Lafarge atteint ainsi 9,6 %.

Au cours des six dernières années, la croissance de Lafarge a moins résulté d'investissements de capacité dans les pays où le Groupe est déjà implanté ou dans des pays nouveaux que dans des opérations de croissance externe. A cet égard, le rachat d'Orascom en 2008, dernière acquisition significative en date, est exemplaire. Il a permis au Groupe d'acquérir des positions de leader dans de nombreux pays du Bassin Méditerranée et du Moyen-Orient.

Le financement de la croissance externe, et tout particulièrement de cette dernière acquisition, a été assuré pour l'essentiel par endettement à un moment où les flux générés par le portefeuille d'activités existant diminuaient sous l'effet de la crise et de la baisse subséquente de la rentabilité. Afin de contenir le levier financier du Groupe, et en l'absence de reprise forte et générale de l'activité, Lafarge a limité les investissements de croissance interne et procédé à des cessions d'actifs. Le levier financier, qui s'élève au 30 juin 2015 à 0,7 en valeur comptable et 0,6 en valeur de marché (sur la base des estimations de l'endettement financier utilisé plus loin dans le cadre de la méthode DCF et de la capitalisation boursière de Lafarge au 30 juin 2015), reste néanmoins significatif.

### 2.1.2. Implications sur la méthodologie d'évaluation

Les caractéristiques du portefeuille d'activité détaillées ci-dessus ont des implications sur la mise en œuvre de l'approche multicritères pour estimer la valeur des titres de la Société. Il convient de bien prendre en compte ces implications, tant dans l'examen des références

disponibles (cours de bourse et prix-cibles des analystes financiers) que dans la mise en œuvre des méthodes d'évaluation (DCF et comparables boursiers). La section qui suit précise les implications des caractéristiques du portefeuille d'activités pour chacune des références et des méthodes qui seront étudiées dans le cadre du présent rapport d'expertise.

S'agissant de la référence aux cours de bourse, la superposition d'un levier financier et d'un levier opérationnel significatifs dans le cadre d'un secteur d'activité cyclique sont des facteurs pouvant amplifier les réactions du cours de bourse à de nouvelles informations, portant notamment sur les perspectives de croissance. Les risques de sur-réaction du titre à la hausse ou à la baisse à ce type d'information sont donc réels. Ainsi, l'annonce des résultats du 1er semestre 2015, publiés le 29 juillet 2015, qui s'est accompagnée d'une révision à la baisse des objectifs d'EBITDA de plus de 4 % pour Lafarge et de près de 10 % pour Holcim, doit faire l'objet d'une attention particulière.

S'agissant de la méthode DCF, celle-ci s'appuie sur un plan d'affaires à moyen terme (5 ans). En dépit d'une modélisation fine intégrant pour chaque marché (ou pays), des prévisions de volumes, des évolutions de prix de vente et de coûts des matières premières et des efforts de réduction de coûts fixes, les prévisions obtenues restent extrêmement sensibles au scénario macro-économique retenu, notamment en fin d'horizon de prévision. Dans le contexte actuel d'un bas de cycle prolongé, l'élaboration d'un plan d'affaires à moyen terme est rendue d'autant plus difficile que le scénario macroéconomique à retenir est très incertain (tant en termes d'ampleur que de rapidité de la reprise économique). Comme on le verra plus loin, la prise en compte des deux scénarios du plan d'affaires préparés par le management permet d'intégrer ces incertitudes de prévisions. Parallèlement, les niveaux de rentabilité atteints en fin d'horizon de prévisions devront être considérés avec prudence.

S'agissant de l'analyse des prix-cibles des analystes financiers, la même remarque peut être faite concernant la volatilité des projections financières à moyen terme (et par conséquent des prix-cibles), liée à l'incertitude du scénario macroéconomique considéré ainsi qu'aux effets conjoints des leviers opérationnel et financier. Comme nous le verrons plus loin, ces incertitudes engendrent une disparité significative des prix-cibles publiés par les différents analystes assurant le suivi du titre LafargeHolcim.

Enfin, s'agissant de la méthode des multiples boursiers, la valeur d'entreprise estimée s'appuie à la fois sur (i) les prévisions des analystes sur un échantillon de sociétés comparables et (ii) les cours de bourse. La méthode cumule donc les incertitudes liées aux prévisions et les risques de sur-réaction à court terme des cours de bourse aux éventuelles annonces relatives aux perspectives de croissance. Dès lors, une attention toute particulière devra être portée à la date retenue pour le calcul des multiples.

## **2.2. Analyse de la vie boursière du titre Lafarge**

### **2.2.1. Liquidité du titre**

Compte tenu de l'impact de l'OPE sur la structure de l'actionnariat et notamment le flottant, il convient de distinguer deux périodes : avant et après l'OPE.

Avant l'OPE, Lafarge était coté sur le compartiment A de la bourse NYSE Euronext Paris. Sa capitalisation boursière était d'environ 18,0 mds€ (montant moyen enregistré sur le premier semestre 2015), classant Lafarge parmi les 40 premières sociétés françaises cotées. Le titre Lafarge faisait d'ailleurs partie de l'indice de référence du marché français (CAC 40) jusqu'à son remplacement récent par le titre LafargeHolcim, admis à la bourse

de Paris le 14 juillet 2015. S'agissant de la structure de l'actionnariat, elle était caractérisée par la présence de trois actionnaires de référence (Groupe Bruxelles Lambert avec 21,1 % du capital, NNS Holding Srl avec 13,9 % et Dodge & Cox avec 7,3 %) et par la taille importante du flottant (58 %). Ce dernier élément assurait une liquidité significative du titre : au cours des 12 mois précédant l'OPE, l'équivalent de 63 % du capital a ainsi été échangé, soit des volumes quotidiens échangés représentant en moyenne 0,24 % du capital de la société. Le titre était par ailleurs suivi de façon régulière par une vingtaine d'analystes financiers.

#### Lafarge - Liquidité du titre

	Cours de bourse moyen en €	Volume quotidien moyen		Volume cumulé			En m€
		Nombre de titres	En % du capital	Nombre de titres en	En % du capital	En % du flottant	
29/05/2015*	64,28	851 778	0,30 %	851 778	0,3 %	0,5 %	54,8
Dernière semaine	65,26	546 094	0,19 %	2 730 470	0,9 %	1,6 %	178,2
Dernier mois	64,87	628 449	0,22 %	13 825 872	4,8 %	8,3 %	896,9
3 derniers mois	63,48	900 474	0,31 %	58 530 831	20,3 %	35,2 %	3 715,7
6 derniers mois	62,11	817 782	0,28 %	106 311 667	36,9 %	63,9 %	6 603,0
12 derniers mois	60,36	697 449	0,24 %	182 034 182	63,1 %	109,4 %	10 987,0

(\*) Jour de bourse précédant l'ouverture de l'OPE le 1er juin 2015

Note : Cours de bourse moyen calculé sur la base des cours de clôture

Source : Bloomberg

Depuis le dénouement de l'OPE avec la clôture le 28 juillet de l'offre ré-ouverte, le niveau de liquidité du titre Lafarge est très faible (volumes journaliers moyens échangés au cours du dernier mois représentant 0,03 % du capital, soit un volume d'échanges 10 fois inférieur au volume observé avant l'OPE). En cause, la faible taille du flottant, 96,4 % du capital étant désormais détenu par LafargeHolcim. Le titre n'est d'ailleurs plus suivi par les analystes financiers dont les publications se concentrent dorénavant sur la valeur LafargeHolcim.

#### Lafarge - Liquidité du titre

	Cours de bourse moyen en €	Volume quotidien moyen		Volume cumulé			En m€
		Nombre de titres	En % du capital	Nombre de titres en	En % du capital	En % du flottant	
24/08/2015	57,14	89 366	0,03 %	89 366	0,0 %	0,9 %	5,1
Dernière semaine	57,13	55 832	0,02 %	279 160	0,1 %	2,7 %	15,9
Depuis 29/07/2015*	56,79	76 137	0,03 %	1 370 458	0,5 %	13,2 %	77,8

(\*) Jour de bourse suivant la fin de la période de réouverture du 28 juillet 2015

Note : Cours de bourse moyen calculé sur la base des cours de clôture

Source : Bloomberg

### 2.2.2. Evolution du cours depuis l'annonce du projet de fusion

Depuis l'annonce du projet de regroupement entre Lafarge et Holcim, le cours de Lafarge a progressé de 54,5 € à 57,1 € soit une hausse de 4,8 %<sup>22</sup> à peine supérieure à celle de l'indice de référence (Euro Stoxx 600) sur la même période (+4,3 %). Cette performance boursière de Lafarge s'explique essentiellement par la conjonction de deux facteurs aux effets opposés : (i) la prise en compte d'une partie des synergies attendues du projet de

<sup>22</sup> Progression du cours de bourse entre le 21 mars 2014 et le 24 août 2015. Comme nous l'avons montré dans le Rapport d'avril 2015 (section 2.5), le 21 mars 2014 correspond à la date supposée des premières rumeurs relatives au projet de regroupement.

regroupement, (ii) la publication de résultats opérationnels en deçà des attentes du marché au cours de l'année 2014 et du premier semestre 2015.

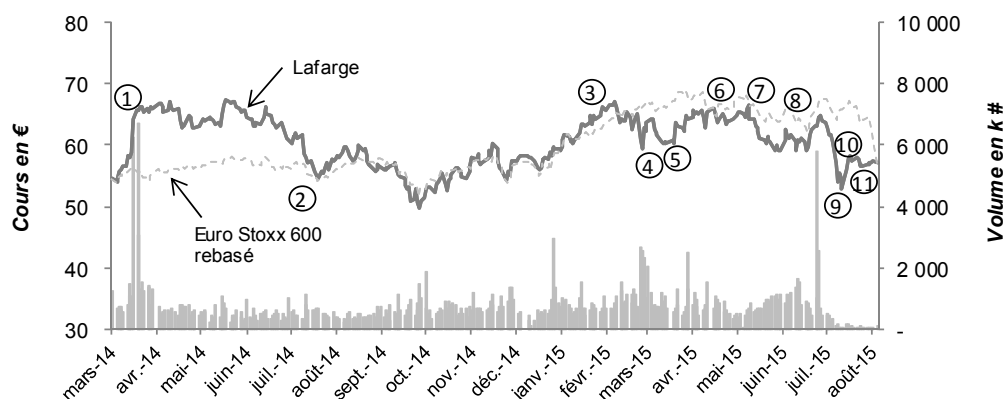
Comme attesté par le graphique ci-après, la vie boursière du titre Lafarge depuis l'annonce du projet de regroupement est marquée par trois grandes phases.

- Une première phase de hausse significative au moment de l'annonce du projet de regroupement en avril 2014, le marché intégrant une fraction des synergies attendues de l'opération.
- Une deuxième phase de correction aux mois de juin et juillet 2014, à la suite de laquelle la vie boursière du titre est essentiellement guidée par les conditions de marché, la probabilité de réussite de l'OPE et les modalités de cette offre. A cet égard, les mois de février et mars 2015 représentent une période pivot au cours de laquelle les résultats 2014 publiés par Lafarge (18 février 2015) ont cristallisé les tensions entre les actionnaires des deux groupes au point de mettre en danger le projet de regroupement. Le cours de Lafarge a alors chuté de près de 4 % avant qu'une nouvelle parité d'échange, révisée en baisse à 0,9, soit annoncée (20 mars 2015)<sup>23</sup>.
- Plus récemment, au mois de juillet 2015, le titre Lafarge a connu un net repli en lien avec la publication de résultats pour le premier semestre 2015 en deçà des attentes des analystes. Depuis, dans un contexte de faible liquidité, le titre est resté relativement stable malgré la crise boursière du mois d'août 2015 consécutive aux dévaluations de la monnaie chinoise et aux inquiétudes sur la croissance de la deuxième économie mondiale.

---

<sup>23</sup> Dans le même temps, l'indice de référence (Euro Stoxx 600) progressait de +6 %.

## - Lafarge - Evolution du cours de bourse de mars 2014 à août 2015 -



### Légende du graphique

- 1 - 4 avril 2014 : annonce de discussions entre Lafarge et Holcim  
7 avril 2014 : annonce du projet de regroupement Lafarge-Holcim
- 2 - 25 juillet 2014 : annonce des résultats du S1 2014
- 3 - 18 février 2015 : annonce des résultats 2014
- 4 - 20 mars 2015 : annonce d'une révision de la parité (9 actions Holcim pour 10 actions Lafarge)
- 5 - 9 avril 2015 : officialisation de la nomination d'Eric Olsen au poste de CEO de LafargeHolcim
- 6 - 8 mai 2015 : approbation du projet d'OPE par les actionnaires d'Holcim
- 7 - 1er juin 2015 : ouverture de l'OPE
- 8 - 3 juillet 2015 : clôture de l'OPE  
⇒ 8 juillet 2015 : résultats de l'OPE : Holcim obtient 87,46% du capital de Lafarge, l'offre sera réouverte le 15 juillet 2015
- 9 - 29 juillet 2015 : annonce des résultats du S1 2015 des deux groupes
- 10 - 31 juillet 2015 : résultats de la réouverture de l'OPE : Holcim obtient 96,41% du capital de Lafarge
- 11 - 4 août 2015 : LafargeHolcim confirme son intention de demander à l'AMF la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire sur les titres Lafarge

## 2.3. Analyse de la vie boursière du titre LafargeHolcim

### 2.3.1. Liquidité du titre

Jusqu'alors cotées à la bourse de Zurich (SIX), les actions LafargeHolcim (ex Holcim) ont été admises à la bourse de Paris (Euronext) le 14 juillet 2015 en faisant leur entrée au CAC 40 en remplacement de Lafarge (et au Swiss Market Index - SMI). Sur la base des cours cotés du premier mois de cotation à la bourse de Paris, la capitalisation boursière du nouveau groupe s'est élevée à 36,8 mds€.

Le titre est suivi par plus de 20 analystes financiers et se caractérise par un flottant significatif (63 %), ce qui contribue à la bonne liquidité de LafargeHolcim. Au cours du dernier mois, l'équivalent de 7 % du capital de la société a été échangé sur les bourses de Zurich et Paris, soit des volumes quotidiens moyens représentant environ 0,3 % du capital.

#### LafargeHolcim - Liquidité du titre

	Cours de bourse moyen en €	Volume quotidien moyen		Volume cumulé			En m€
		Nombre de titres	En % du capital	Nombre de titres en	En % du capital	En % du flottant	
24/08/2015	53,99	3 726 490	0,65 %	3 726 490	0,6 %	1,0 %	201,2
Dernière semaine	56,76	2 229 843	0,39 %	11 149 217	1,9 %	3,0 %	632,8
Dernier mois	61,58	1 929 569	0,33 %	40 520 952	7,0 %	11,1 %	2 495,3

Notes : Cours de bourse moyen du titre (coté sur le marché Euronext) calculé sur la base des cours de clôture

Volumes analysés calculés comme la somme de ceux échangés sur les marchés SIX et Euronext

Source : Bloomberg

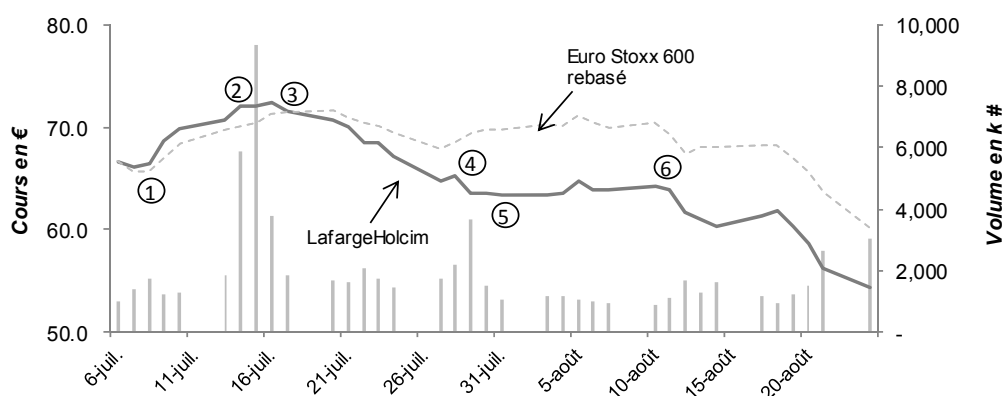


### 2.3.2. Evolution du cours depuis l'annonce des résultats de l'OPE

Sur la période allant du 6 juillet 2015 (soit deux jours avant l'annonce des résultats de l'OPE) au 24 août 2015, le cours de LafargeHolcim passe de 66,7 € à 54,3 €, soit une baisse de 18,5 % près de deux fois plus importante que celle de l'indice de référence Euro Stoxx 600 sur la même période (-9,7 %).

Comme attesté par le graphique ci-après, la vie boursière récente du titre LafargeHolcim est marquée par deux événements qui ont précipité la baisse du cours. Le 29 juillet 2015, les deux groupes Lafarge et Holcim ont annoncé des résultats semestriels en deçà des attentes des analystes. Ces résultats ont commencé à être intégrés par anticipation dans les cours boursiers dès le 17 juillet suite à des résultats publiés par la filiale indienne d'Holcim (ACC) jugés décevants par les analystes. Le cours de LafargeHolcim a de nouveau été mis sous pression lors de la crise boursière du mois d'août 2015, qui tire son origine des dévaluations successives de la monnaie chinoise et a particulièrement sanctionné les valeurs considérées par le marché comme cycliques et exposées aux marchés émergents.

- LafargeHolcim - Evolution du cours de bourse depuis les résultats de l'OPE -



#### Légende du graphique

- 1 - 8 juillet 2015 : résultats de l'OPE : Holcim obtient 87,46% du capital de Lafarge, l'offre sera réouverte le 15 juillet 2015
- 2 - 14 juillet 2015 : première cotation de nouveau groupe LafargeHolcim les marchés Euronext à Paris et SIX à Zurich
- 3 - 17 juillet 2015 : ACC (filiale indienne de LafargeHolcim) publie des résultats trimestriels en forte baisse
- 4 - 29 juillet 2015 : annonce des résultats du S1 2015 des deux groupes
- 5 - 31 juillet 2015 : résultats de la réouverture de l'OPE : avec 96,41% du capital de Lafarge, Holcim franchit le seuil de 95% requis pour un retrait obligatoire des titres Lafarge
- 6 - 11 août 2015 : première dévaluation de la monnaie chinoise marquant le début d'une crise boursière qui s'accroît à partir du 18 août 2015 (baisse de 7% de l'indice boursier chinois, entraînant dans son sillage les indices des autres places boursières)

### 2.4. Appréciation du caractère équitable du Prix d'indemnisation

Comme indiqué plus haut, l'Opération fait suite à l'OPE qui a permis à Holcim de détenir le taux de participation dans Lafarge requis par la réglementation boursière pour la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire. Le contexte dans lequel s'inscrit cette procédure est cependant assez inhabituel et rend plus complexe l'appréciation du caractère équitable du prix d'indemnisation envisagé.

Dans le cas usuel, la procédure de retrait obligatoire intervient à la suite d'une offre publique d'achat sur la base d'un prix d'indemnisation égal au prix d'offre<sup>24</sup>. Dans ce contexte, l'expert indépendant désigné par la cible apprécie le caractère équitable de ce prix en vérifiant que les deux conditions suivantes sont réunies.

- (i) Le prix d'indemnisation intègre de façon satisfaisante la valeur des titres de la cible dans le contexte de la stratégie définie par l'ancien actionnaire contrôlant (ou l'actionnaire contrôlant actuel si la cible était déjà détenue par l'initiateur de l'offre).
- (ii) La fraction des synergies payée par l'initiateur aux actionnaires de la cible, matérialisée par le montant de la prime (lui-même mesuré par différence entre le prix d'offre et une estimation de la valeur de la cible en standalone, c'est-à-dire avant prise en compte des effets de l'opération), est satisfaisante au regard du montant total des synergies envisagées par l'initiateur et des stratégies alternatives de création de valeur qui pourraient être mises en œuvre par d'autres détenteurs possibles de la cible<sup>25</sup>.

Dans le cas présent, du fait des modalités de l'acquisition (par échange de titres), nous ne disposons pas de prix explicite pour l'acquisition des titres de la cible. Il n'existe donc pas de référence évidente pour déterminer le prix d'indemnisation des actionnaires minoritaires. Par ailleurs, cette absence de référence nous prive également d'une indication sur la fraction des synergies payée aux actionnaires lors de l'acquisition des premiers 96,4 %, à travers l'estimation explicite de la prime.

Dès lors, à la différence du cas usuel où l'analyse de la taille de la prime suffit généralement pour s'assurer que la fraction des synergies payée aux actionnaires de la cible est satisfaisante (deuxième condition d'équité énoncée ci-dessus), on ne peut se dispenser dans le cas présent de procéder à une estimation explicite des synergies attendues du regroupement pour déterminer ensuite la juste part qui doit revenir aux actionnaires de Lafarge. Bien plus, un tel travail d'évaluation des synergies attendues du regroupement s'avère d'autant plus indispensable que l'importance des synergies escomptées par les dirigeants des deux groupes a été l'élément déterminant pour le succès de l'OPE auprès des actionnaires de Lafarge, la parité retenue n'extériorisant a priori aucune prime en leur faveur<sup>26</sup>.

Dans le contexte spécifique du présent retrait obligatoire, les deux conditions à respecter pour assurer l'équité du prix d'indemnisation envisagé peuvent donc s'énoncer comme suit.

- (i) Le prix d'indemnisation doit intégrer de façon satisfaisante la valeur du portefeuille d'activités de Lafarge à la date de réalisation de l'Opération, avant prise en compte des effets attendus du regroupement (ci-après « Valeur d'Entreprise en standalone »).
- (ii) Le prix d'indemnisation doit intégrer une juste quote-part des synergies escomptées du regroupement (ci-après « Valeur des Synergies ») ; dans un souci d'égalité de traitement de tous les actionnaires, cette quote-part doit être égale à

---

<sup>24</sup> Hormis le cas spécifique de l'offre publique de retrait où l'initiateur détient déjà plus de 95 % de la cible.

<sup>25</sup> La prime est élevée lorsque que les synergies attendues du regroupement entre l'initiateur et la cible sont importantes et que plusieurs acquéreurs potentiels sont en mesure de réaliser tout ou partie de ces synergies. *A contrario*, la prime est faible (voire nulle) lorsque les possibilités de synergies sont limitées (voire inexistantes) ou qu'un seul acquéreur potentiel dispose des atouts nécessaires à la réalisation de synergies.

<sup>26</sup> Cette caractéristique de l'OPE, qui est la conséquence logique de la « fusion entre égaux » souhaitée par le management des deux groupes, ressort clairement des travaux d'évaluation réalisés dans le Rapport d'avril 2015.

celle qui reviendra aux actionnaires de Lafarge ayant présenté leurs titres, après application d'un abattement destiné à prendre en compte l'étalement des synergies dans le temps et le risque de matérialisation.

Sur la base de ces considérations, le Prix d'indemnisation pourra être considéré comme équitable dès lors qu'il se situera dans la fourchette d'estimations du juste prix des titres Lafarge, (« le Juste Prix ») telle que résultant de l'estimation de la juste valeur des capitaux propres de Lafarge, déterminée comme suit :

$$\begin{array}{rcl} & \text{Valeur du portefeuille d'activités hors synergies (« Valeur d'Entreprise en} \\ & \text{standalone »)} \\ + & \text{Quote-part des synergies revenant aux actionnaires de Lafarge (« Valeur} \\ & \text{des Synergies »)} \\ - & \text{Endettement financier net et autres ajustements} \\ = & \textbf{Juste valeur de capitaux propres de Lafarge} \\ / & \text{Nombre de titres} \\ = & \text{Juste prix des titres Lafarge (« Juste Prix »)} \end{array}$$

La section 3 à suivre du présent rapport a précisé pour objet de procéder à l'estimation du Juste Prix conformément aux prescriptions de la réglementation boursière en pareilles circonstances.

### **3. Estimation du juste prix des titres Lafarge**

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

Pour les raisons exposées à la section précédente et notamment compte tenu du montant significatif des synergies attendues du regroupement, nous privilégions les méthodes d'évaluation qui permettent d'estimer la Juste valeur des capitaux propres en évaluant séparément ses trois composantes, à savoir la Valeur d'Entreprise en standalone, la Valeur des Synergies et la valeur de l'endettement financier net. Par défaut, nous examinerons également les références d'évaluation disponibles, qui se rapportent à la valeur des titres Lafarge intégrant les effets attendus du regroupement (i.e. une quote-part des synergies globales), et ne permettent donc pas une mesure fiable et explicite des trois composantes de la juste valeur des capitaux propres du Groupe.

#### **3.1. Estimation du Juste Prix fondée sur les références d'évaluation disponibles**

##### **3.1.1. Actif net comptable consolidé**

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

### **3.1.2. Transactions récentes sur le capital**

La transaction significative récente est naturellement celle représentée par l'OPE qui a porté au total sur plus de 96 % du capital. Par construction, cette transaction ne donne pas de référence de prix explicite, mais permet d'inférer un prix des titres Lafarge en ajustant toute référence de valeur des titres LafargeHolcim sur la base de la parité d'échange retenue dans le cadre de l'OPE. C'est d'ailleurs la démarche mise en œuvre ci-après en considérant les références de valeur données par les cours de bourse et les prix-cibles des analystes financiers (cf. infra, sections 3.1.4 et 3.1.5).

### **3.1.3. Cours de bourse de Lafarge**

Comme nous l'avons vu plus haut (cf. supra, section 2.2.1), les conditions d'une bonne efficacité du marché pour le titre Lafarge ne sont plus réunies depuis le dénouement de l'OPE dans la mesure où la taille du flottant est réduite et où le titre est peu liquide avec des volumes d'échange journaliers très réduits (soit moins de 0,03 % du capital). Dans leur grande majorité, les analystes financiers ont d'ailleurs arrêté de suivre la valeur. Dès lors, nous estimons que le cours boursier de Lafarge post-OPE ne constitue pas une référence pertinente du Juste Prix.

Dans le Rapport d'avril 2015, nous avons approché la valeur des titres Lafarge en standalone en considérant le cours boursier avant l'annonce du projet de fusion du 4 avril 2014. Nous précisons cependant qu'une telle référence n'intégrait pas l'impact d'événements postérieurs à l'annonce de l'OPE, sans lien avec l'OPE elle-même, mais susceptibles d'influer sur la valeur en standalone du Groupe. Pour autant, nous estimons que cette référence était pertinente dans la mesure où le biais induit affectait de manière symétrique les deux groupes qui sont sensibles aux mêmes facteurs macro-économiques de moyen et long termes. Dans le cas présent où il s'agit uniquement d'estimer la Valeur d'Entreprise en standalone de Lafarge et non plus une parité d'échange, nous estimons qu'un tel biais n'est plus acceptable dans la mesure où il n'est plus symétrique. Nous rejetons par conséquent la référence d'évaluation qui serait donnée par le cours de bourse de Lafarge pré-OPE augmenté de la Valeur des Synergies rapportée au nombre d'actions.

### **3.1.4. Cours de bourse de LafargeHolcim**

Comme indiqué plus haut (cf. supra, section 2.3), les conditions d'une bonne efficacité du marché des titres LafargeHolcim (ex-Holcim) sont réunies : taille importante du flottant, volume significatif des échanges journaliers sur le marché boursier, suivi régulier de la valeur par plus de 20 analystes financiers.

Dès lors, sous réserve de considérer une période de référence pertinente, le cours boursier de LafargeHolcim peut donner « par transparence » une référence satisfaisante du Juste Prix en procédant à un ajustement des cours cotés sur la base de la parité de 0,9 retenue dans le cadre de l'OPE.

Afin que la référence considérée intègre bien l'intégralité des synergies attendues du regroupement, il convient de considérer les cours boursiers de LafargeHolcim sur une période postérieure à l'annonce du succès de l'OPE (soit le 8 juillet 2015). Comme évoqué plus haut (cf. supra, section 2.3), la vie boursière du titre depuis cette date a été cependant particulièrement mouvementée, dans un premier temps, sous l'effet de la publication par Lafarge et Holcim de résultats décevants pour le premier semestre 2015 et, dans un deuxième temps, en raison de la crise boursière consécutive aux dévaluations successives de la monnaie chinoise.

A cet égard, nous estimons que les cours postérieurs au déclenchement de la crise boursière ne peuvent raisonnablement constituer une référence pertinente du Juste Prix. Ainsi, le marché a mis le titre LafargeHolcim sous forte pression, considérant qu'il s'agit non seulement d'une valeur cyclique, mais également d'une valeur particulièrement exposée aux marchés émergents. Or, une capitalisation boursière manifestement dépréciée ne peut servir de base à la détermination d'un prix d'indemnisation des actionnaires minoritaires de Lafarge, d'autant plus que ces derniers ne sont pas en quête de liquidité immédiate puisqu'ils ont fait à deux reprises le choix de ne pas apporter leurs titres à l'OPE et de rester au capital de la société en tant qu'actionnaires minoritaires.

Dès lors, nous avons considéré une période d'analyse comprise entre l'annonce du succès de l'OPE (8 juillet 2015) et le début de la crise boursière (11 août 2015). Cette période comprend la date de publication des résultats du premier semestre (29 juillet 2015) et les cours de bourse intègrent donc la réaction très négative du marché à cette annonce. Le cours de LafargeHolcim a ainsi baissé de 12,2 % entre le 16 et le 29 juillet 2015<sup>27</sup>, alors que les guidances d'EBIT communiqués par Lafarge et Holcim pour l'exercice 2015 n'ont baissé que de 10 % et 4 % respectivement (soit une baisse de l'EBIT du nouveau groupe de l'ordre de 7,4 %).

Afin de prendre en compte la possibilité d'un excès dans la réaction du marché à l'annonce des résultats du 1er semestre 2015, nous avons retenu deux périodes de référence distinctes :

- La première période court du 8 juillet 2015 (jour de l'annonce des résultats de l'OPE) au 16 juillet 2015 (veille de la publication des résultats d'ACC) et extériorise un cours moyen de LafargeHolcim de 70,3 €, soit une valeur induite des titres Lafarge de 63,3 €.
- La seconde période court du 29 juillet 2015 (publication des résultats du premier semestre 2015) au 10 août 2015 (veille de la première dévaluation de la monnaie chinoise) et extériorise un cours moyen de LafargeHolcim de 63,8 €, soit une valeur induite des titres Lafarge de 57,4 €.

### **3.1.5. Prix-cibles des analystes financiers sur LafargeHolcim**

Comme pour les cours boursiers, les prix-cibles des analystes financiers sur LafargeHolcim peuvent donner « par transparence » une référence satisfaisante du Juste Prix en procédant à un ajustement de ces prix-cibles sur la base de la parité de 0,9 retenue dans le cadre de l'OPE.

Pour les raisons évoquées ci-dessus à propos des cours de bourse, nous rejetons les prix-cibles mentionnés dans des notes antérieures à l'annonce du succès de l'OPE. En outre, considérant que les prix-cibles sont établis dans une perspective de moyen-long terme, nous n'avons retenu que les notes publiées après l'annonce des résultats du premier semestre 2015 (soit le 29 juillet 2015). Sur cette base, nous avons obtenu un échantillon de 17 notes d'analyse.

---

<sup>27</sup> La date du 16 juillet 2015 correspond à la publication de résultats décevants par la filiale indienne d'*Holcim* (ACC), ce qui a provoqué par anticipation la baisse du cours de *LafargeHolcim*.

**LafargeHolcim - Recommandations et prix-cibles depuis la publication des résultats semestriels**

Analystes	Date	Nature de la recommandation	Prix cible (€)	Cours de la veille (€)	Upside/ (downside)	Juste Prix Lafarge par transparence (€)
Bureau 1	28-août-15	Neutre	64,3	56,6	13,7 %	57,9
Bureau 2	26-août-15	Réduire	55,2	55,6	(0,8)%	49,7
Bureau 3	26-août-15	Renforcer	67,7	55,6	21,8 %	61,0
Bureau 4	24-août-15	Renforcer	74,0	56,2	31,7 %	66,6
Bureau 5	20-août-15	Vente	52,7	60,4	(12,7)%	47,4
Bureau 6	17-août-15	Conserver	63,6	60,4	5,4 %	57,3
Bureau 7	7-août-15	Neutre	67,7	63,8	6,0 %	60,9
Bureau 8	6-août-15	Renforcer	80,8	64,7	25,0 %	72,7
Bureau 9 *	5-août-15	Renforcer	74,0	63,6	16,3 %	69,9
Bureau 10	3-août-15	Neutre	70,5	63,3	11,3 %	63,4
Bureau 11	3-août-15	Achat	73,5	63,3	16,0 %	66,1
Bureau 12	31-juil.-15	Conserver	65,9	63,5	3,9 %	59,4
Bureau 13	30-juil.-15	Achat	85,9	63,6	35,1 %	77,3
Bureau 14	29-juil.-15	Neutre	63,9	65,3	(2,0)%	57,5
Bureau 15	29-juil.-15	Achat	89,3	65,3	36,9 %	80,4
Bureau 16 *	29-juil.-15	Achat	82,1	65,3	25,8 %	77,6
Bureau 17	29-juil.-15	Renforcer	79,0	65,3	21,0 %	74,6
<b>Moyenne</b>			<b>71,2</b>			<b>64,7</b>
<b>Médiane</b>			<b>70,5</b>			<b>63,4</b>
Min			52,7			47,4
Max			89,3			80,4
<i>Ecart type en %</i>			<i>14,3 %</i>			<i>15,0 %</i>

Note : (\*) La parité utilisée pour estimer le Juste Prix de Lafarge par transparence est ajustée dans la mesure où le bureau d'analyse anticipe dans ses estimations la dilution consécutive au versement d'un dividende en actions qui aura lieu début septembre

On observe une large dispersion des prix-cibles des analystes, de 52,7 € à 89,3 €. Pour l'essentiel, cette dispersion s'explique par l'effet combiné des leviers opérationnel et financier de Lafarge évoqué plus haut (cf. supra, section 2.1). Dans une moindre mesure, elle pourrait également résulter de la complexité des variations de périmètre chez LafargeHolcim (effectives au 30 juin 2015 suite aux engagements pris auprès des autorités de la concurrence dans le cadre du regroupement ou annoncées suite au renforcement du groupe en Chine notamment) qui peut générer des écarts de prévisions chez les analystes et tout particulièrement au niveau de l'endettement financier net.

Une telle dispersion des prix-cibles nous conduit à relativiser la pertinence de cette référence d'évaluation pour l'estimation du Juste Prix.

### 3.2. Estimation du Juste Prix fondée sur la mise en œuvre des méthodes d'évaluation usuelles

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

Pour l'estimation du Juste Prix à l'aide des méthodes d'évaluation usuelles, nous avons adopté une démarche d'évaluation en quatre étapes, qui consiste à estimer successivement (i) la valeur du portefeuille d'activités avant prise en compte des effets du regroupement (Valeur d'Entreprise en standalone), (ii) la valeur de la quote-part des synergies revenant aux actionnaires de Lafarge (Valeur des Synergies), (iii) la valeur de l'endettement financier net et des actifs/passifs hors exploitation courante, (iv) et enfin, par solde entre ces différentes composantes, la valeur des capitaux propres.

Une telle démarche exclut par construction l'utilisation des méthodes d'évaluation qui visent à déterminer directement la valeur des capitaux propres en une seule étape sans passer par les deux étapes intermédiaires consistant à estimer la valeur d'entreprise et la valeur de l'endettement financier net et des autres éléments d'actif et de passif hors

exploitation. A ce titre, ont donc été écartées d'emblée les deux méthodes fondées respectivement sur l'actualisation d'un flux de dividendes futurs (méthode DDM pour Discounted Dividends Model) ou sur l'utilisation du multiple de résultat net (méthode du PER pour Price Earning Ratio). Ces deux méthodes sont certes fondées sur un plan purement conceptuel, mais dans la pratique la première s'avère trop rudimentaire pour fournir une estimation fiable de la valeur de groupes multipolaires, tandis que la seconde exige notamment une similitude des structures financières entre la société évaluée et les sociétés cotées comparables rarement rencontrée dans la réalité.

Les méthodes mises en œuvre pour l'évaluation du portefeuille d'activités de Lafarge sont les trois méthodes usuellement retenues dans le cadre d'une évaluation multicritères, à savoir la méthode DCF et la méthode des comparaisons boursières. Pour les raisons exposées plus loin (cf. infra, section 3.5), la méthode des transactions comparables n'a pu être mise en œuvre.

Les estimations du Juste Prix issues des deux méthodes d'évaluation retenues sont données plus loin (cf. infra, sections 3.3 et 3.4) ; ces estimations intègrent la Valeur d'Entreprise en standalone donnée par chacune des deux méthodes et les éléments donnés ci-après : Valeur des Synergies (section 3.2.2), endettement financier net et autres actifs et passifs hors exploitation courante (section 3.2.3) et nombre de titres dilué de Lafarge (section 3.2.4).

### **3.2.2. Estimation de la Valeur des Synergies**

Afin d'estimer cette composante essentielle du Juste Prix, nous avons tout d'abord estimé la valeur totale des synergies attendues du regroupement pour déterminer ensuite la quote-part revenant aux actionnaires de Lafarge.

#### **3.2.2.1. Démarche d'évaluation**

L'impact des synergies récurrentes présentées par le management de Lafarge lors de l'annonce du regroupement en avril 2014 s'élève à 1,2 md€ (flux de trésorerie avant impôt) trois années après le rapprochement. Ce montant était ventilé de la manière suivante.

- Supplément de chiffre d'affaires (17 % du total). Grâce à la mise à disposition par chacun des deux groupes de son propre portefeuille de produits et technologies spécifiques, chaque groupe bénéficiera sur sa zone de chalandise d'une gamme élargie, ce qui devrait impacter positivement le volume de vente et donc le résultat opérationnel.
- Economies de coûts (66 % du total). Le regroupement permettra des économies substantielles de frais généraux, qu'il s'agisse des frais de siège ou des frais généraux liés aux sièges régionaux situés dans les pays où les deux groupes sont implantés. Des réductions de coûts sont également envisagées au niveau des achats, de la logistique et des processus de fabrication.
- Economies d'investissements (17 % du total). Le regroupement permettra (i) d'améliorer les conditions d'achat et la conception des usines, et (ii) d'optimiser les capacités de production des deux groupes en ne mettant pas en œuvre certains projets qui auraient été poursuivis en standalone.

Le rapprochement comporte également deux éléments « non-récurrents » :

- rationalisation du besoin en fonds de roulement, dont l'impact positif sur les flux est estimé à 0,4 md€ réparti sur trois ans ;

- coûts de mise en œuvre des synergies, estimés à 1,0 md€.

Comme nous l'avons indiqué dans le Rapport d'avril 2015, en raison même de la nature des synergies escomptées, la création de valeur attendue du regroupement ne peut être raisonnablement imputée plus à Holcim qu'à Lafarge. De ce fait, un « juste » partage des synergies doit se traduire par une appréciation identique (en pourcentage) du patrimoine respectif des actionnaires des deux groupes, ce que garantissait à notre avis la parité d'échange plébiscitée par le marché lors de l'OPE dans la mesure où elle reposait raisonnablement sur la valeur estimée standalone des titres des deux groupes.

Dans le cadre de la présente Opération, c'est cette même modalité de partage des synergies qui doit prévaloir afin d'assurer un traitement équitable entre les actionnaires ayant apporté leurs titres à l'OPE et ceux qui les ont conservés.

La juste quote-part de la valeur des synergies revenant aux actionnaires de Lafarge (« Valeur des Synergies ») a ainsi été déterminée en deux temps :

- détermination de la valeur globale des synergies revenant aux actionnaires de Lafarge et Holcim (« Valeur globale des synergies ») à l'aide de la méthode DCF, seule méthode d'évaluation permettant de distinguer les synergies par nature et ainsi d'intégrer des probabilités d'occurrence différenciées en utilisant des taux d'actualisation distincts ;
- détermination de la quote-part revenant aux actionnaires de Lafarge et Holcim par application du pourcentage de 44,5 %<sup>28</sup> déduit de la parité de fusion de 0,9.

### **3.2.2.2. Estimation de la Valeur globale des synergies**

#### **Informations utilisées**

Afin d'estimer les flux de trésorerie prévisionnels liés aux synergies, nous nous sommes appuyés sur la présentation élaborée conjointement par Lafarge et Holcim dans le cadre de la communication faite au marché le 7 avril 2014 le jour de l'annonce du projet de regroupement. Les estimations communiquées à cette occasion ont depuis été formellement réitérées (en millions d'euros) par les deux groupes en juillet 2015 lors de la publication des résultats du premier semestre 2015.

Nous avons par ailleurs disposé d'un plan d'affaires spécifique élaboré par les équipes des deux groupes qui détaille les objectifs de synergies attendues par pays. Ce plan d'affaires appelle les deux commentaires suivants.

- Il couvre près de 70 % des synergies récurrentes totales, car il n'intègre pas notamment certaines synergies de coûts réalisées au niveau des sièges ainsi que les synergies d'investissement.
- Les estimations du plan d'affaires confortent les estimations annoncées publiquement en ce sens que les premières font implicitement apparaître sur les secondes une marge de prudence destinée à couvrir le risque d'exécution.

Sur la base de ce double constat, nous avons choisi de fonder nos travaux d'évaluation des synergies sur les données publiques de préférence aux données internes.

---

<sup>28</sup> Taux calculé sur la base des nombres d'actions dilués de *Lafarge* et *Holcim* déterminés dans le cadre du Rapport d'avril 2015.



### **Estimation des flux annuels et choix des taux d'actualisation**

Les flux de trésorerie après impôts ont été estimés en retenant les objectifs de synergies annoncés publiquement par le management, tant en termes de montants, de coûts de mise en place que de calendrier. Une fois le plein effet des synergies atteint, nous avons appliqué un taux de croissance de 1,5 % par an, en cohérence avec le taux d'inflation implicitement intégré dans les taux d'actualisation utilisés plus loin. Aucun abattement n'a été opéré sur les flux au titre du risque d'exécution, dans la mesure où ce risque a déjà été intégré dans les estimations communiquées au marché.

Le seul ajustement effectué concerne les économies d'investissement. Nous comprenons qu'une part non négligeable de ces économies provient de l'optimisation des capacités de production des deux groupes, certains projets étant abandonnés alors qu'ils auraient été entrepris en standalone. En théorie, la non-réalisation de ces projets devrait avoir un impact négatif sur la croissance du chiffre d'affaires, du moins à court terme, par rapport au scénario standalone. Pour cette raison, nous n'avons conservé, pour l'estimation de la Valeur globale des synergies, que la part des économies d'investissement (environ la moitié du total) provenant de l'obtention de meilleures conditions d'achat et de l'amélioration de la conception des projets. Ces économies d'investissement ont pour effet de réduire les dotations aux amortissements et donc les économies fiscales associées, ce qui a bien été pris en compte dans nos travaux d'évaluation.

Enfin, les flux de trésorerie ainsi obtenus ont été amputés de la part revenant aux intérêts minoritaires des deux groupes, soit une quote-part estimée de 13,5 % sur la base du plan d'affaires des synergies.

S'agissant de la pérennité du flux annuel récurrent attendu trois ans après le regroupement, nous considérons que la rentabilité supplémentaire générée par les synergies a vocation à disparaître avec le temps, en raison notamment des nouvelles pressions concurrentielles induites par les réactions des autres acteurs du secteur au rapprochement de deux leaders. Concrètement, nous avons considéré que le flux récurrent obtenu au bout de trois ans diminuera progressivement jusqu'à disparaître totalement sur une période de 20 ans.

Enfin, nous considérons que les risques d'exécution sont différents selon les types de synergies considérés. En conséquence, les flux de trésorerie ainsi estimés ont été actualisés à deux taux distincts.

- Considérant que les coûts de mise en œuvre des synergies, les économies de coûts, les économies d'investissement et les améliorations de BFR supportent un risque moins élevé que les flux opérationnels de Lafarge ou des sociétés comparables, risque assimilable au risque de défaut à long terme, nous leur avons appliqué un taux de 5,0 %.
- Considérant en revanche que la visibilité sur les synergies de revenus est plus faible que celle relative aux flux générés par le portefeuille d'activités de Lafarge en standalone, nous avons retenu un taux d'actualisation de 10 %, supérieur au coût du capital de 8 % déterminé plus loin (cf. infra, section 3.3.3).

#### **3.2.2.3. Détermination de la Valeur des Synergies**

Comme indiqué dans le tableau ci-après, sur la base de ce qui précède, la Valeur globale des synergies ressort à 5,2 mds€.

Une telle estimation, obtenue alors que la réalisation du regroupement est devenue certaine, représente une hausse de 15 % des patrimoines combinés des actionnaires de Lafarge et Holcim avant l'annonce du projet de regroupement<sup>29</sup>. Ce pourcentage de 15 % est parfaitement cohérent avec deux estimations alternatives des effets du regroupement, obtenues alors que la réalisation du regroupement n'était pas acquise : (i) l'effet d'annonce du projet sur le patrimoine combiné des actionnaires des deux groupes, soit environ 13 %<sup>30</sup>, (ii) la révision des prix-cibles des analystes financiers au cours des deux mois suivants l'annonce du projet, soit environ 16 %<sup>31</sup>.

Au total, sur la base du partage de la Valeur globale des synergies induit par la parité retenue dans le cadre de l'OPE, la Valeur des Synergies (i.e. quote-part revenant aux actionnaires de Lafarge) ressort à 2,3 mds€, soit environ 7,9 € par action.

#### **Lafarge - Estimation de la Valeur des Synergies**

en m€

Valeur totale des synergies	6 001
- Part attribuable aux intérêts minoritaires de Lafarge et Holcim (13,5%)	810
= Valeur globale des synergies	5 191
x Pourcentage revenant aux actionnaires de Lafarge *	44,5 %
= Valeur des Synergies	2 311

\* Induit de la parité d'échange de 0,9 action Holcim pour 1,0 action Lafarge

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

Afin de nous conformer au périmètre de consolidation du plan d'affaires, nous avons estimé les différents éléments de passage mentionnés ci-dessous sur la base du bilan au 30 juin 2015 pro forma qui nous a été transmis par le management de Lafarge et dans lequel les activités chinoises du Groupe sont consolidées par intégration globale (et non plus par mise équivalence). Ce changement de méthode de consolidation intervient à la suite du rachat des 45 % de SOCAM dans Lafarge Shui On, holding de tête du Groupe en Chine, à la suite de l'annonce du succès de l'OPE.

#### **Dettes financières nettes**

La dette financière nette de Lafarge au 30 juin 2015 est principalement constituée d'emprunts obligataires dont la valeur de marché est plus élevée que la valeur comptable en lien avec la baisse des taux d'intérêt observée sur les dernières années. Une mise à jour de la valeur de marché de ces emprunts obligataires au 30 juin 2015 nous a été communiquée par le management de Lafarge.

<sup>29</sup> Calculée sur la base d'une capitalisation boursière combinée de Lafarge et Holcim de 34 635m€ au 21 mars 2014, date précédant les premières rumeurs d'annonce du rapprochement

<sup>30</sup> Estimation citée dans le Rapport d'avril 2015, fondée sur l'analyse des rentabilités anormales sur une période de dix jours de bourse comprise entre le 24 mars 2014 (9 jours avant la date d'annonce du projet de regroupement) et le 4 avril 2014 (date d'annonce).

<sup>31</sup> Estimation citée dans le Rapport d'avril 2015, fondée sur les progressions médianes observées sur les titres Lafarge et Holcim.

### **Intérêts minoritaires**

Compte tenu du poids significatif de cet élément chez Lafarge, il convient de privilégier à la valeur comptable inscrite au bilan une estimation, même sommaire, de la valeur de marché.

Dans le cas de filiales non cotées, la valeur de marché des intérêts minoritaires au 30 juin 2015 a été estimée en appliquant aux valeurs comptables au 30 juin 2015, un PBR calculé sur la base de capitalisations boursières moyennes sur la même période que celle utilisée pour la mise en œuvre de la méthode des comparaisons boursières (i.e. 29 juillet 2015 au 10 août 2015). Le PBR retenu est de 3,2x pour les sociétés implantées dans les pays émergents (PBR médian observé sur un échantillon de cimentiers issus de pays en développement) et de 1,1x pour les sociétés présentes majoritairement dans des pays développés (soit le PBR moyen de Heidelberg Cement et Cemex).

Certaines participations de Lafarge, consolidées par intégration globale, mais non détenues à 100 %, sont cotées en bourse. Dans ce cas de figure, afin d'obtenir une estimation de la valeur de marché des minoritaires au 30 juin 2015 non biaisée par l'annonce de la fusion, nous avons exclu la référence représentée par la capitalisation boursière de ces sociétés dans la mesure où cet indicateur a pu être impacté de manière significative par les perspectives de synergies. Pour cette raison, nous avons utilisé la même référence que pour les sociétés non cotées (i.e. les deux niveaux de PBR mentionnés plus haut).

### **Provisions pour retraites**

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

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

### **Participations dans les sociétés mises en équivalence et les co-entreprises**

Les valeurs d'entreprise estimées ci-après n'intègrent que les flux économiques futurs générés par les entités juridiques consolidées par intégration globale. Il convient donc d'ajouter à la valeur d'entreprise obtenue la valeur des titres des sociétés mises en équivalence et des co-entreprises. A l'instar de ce qui a été décrit ci-dessus pour les intérêts minoritaires, la valeur de marché de ces titres a été déterminée sur la base d'une évaluation par la méthode des comparables boursiers fondée sur des PBR différenciés (pays développés ou pays émergents).

### **Actifs et passifs détenus en vue de la vente**

Les actifs et passifs détenus en vue de la vente correspondent au périmètre des cessions en cours de réalisation en conformité avec les engagements pris auprès des autorités de la concurrence. Ils recouvrent notamment la cession des actifs de la participation détenue

dans Tarmac au Royaume-Uni, des actifs détenus par le Groupe à la Réunion (à l'exception de la participation dans Ciments de Bourbon), en Allemagne, en Roumanie, et de certains actifs aux Philippines et au Brésil ainsi qu'aux Etats-Unis (cimenterie de Davenport et 7 terminaux sur le Mississippi).

La valeur des actifs et des passifs cédés a été estimée sur la base des estimations de prix de cession réalisées par le management de Lafarge.

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

Le montant des économies d'impôts potentielles reconnu au bilan consolidé du Groupe correspond aux seuls déficits dont le management juge la récupération probable à court ou moyen terme. En l'absence d'informations complémentaires, c'est ce montant qui a été pris en compte dans l'évaluation.

Sans estimation plus récente, nous avons retenu le montant des déficits reportables utilisables à court et moyen terme au 31 décembre 2014.

### **Ajustement lié au niveau de BFR moyen**

La forte saisonnalité de l'activité de construction (due essentiellement aux intempéries) entraîne une certaine saisonnalité de l'activité de Lafarge. Afin de refléter la véritable intensité capitalistique de l'activité dans notre appréciation de la rentabilité prévisionnelle du groupe (notamment pour la détermination d'une valeur terminale dans le cadre de la méthode DCF), nous avons ajusté le bilan au 30 juin 2015 de manière à replacer le Groupe dans une situation « moyenne ». Plus précisément, nous avons d'abord déterminé un niveau de BFR opérationnel moyen (« Strict Working Capital ») en jours de chiffre d'affaires sur la base des niveaux moyens mensuels observés sur les exercices 2013 et 2014 et du chiffre d'affaires attendu pour 2015. Ensuite, nous avons ajusté le bilan du 30 juin 2015 en retranchant du BFR et de l'endettement financier net un montant égal à la différence entre le BFR comptable du 30 juin 2015 et le BFR moyen estimé à cette date.

### **Trésorerie issue de l'exercice des stocks options**

La trésorerie issue de l'exercice des stock-options « dans la monnaie » au 21 août 2015 a été prise en compte dans les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres.

### **Autres actifs (passifs) hors exploitation**

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

S'agissant des provisions pour risques et litiges au 30 juin 2015, les décaissements afférents à ces provisions ne sont pas pris en compte dans les prévisions du plan d'affaires, si bien que le montant de ces provisions (net de leur impact fiscal) a été intégré aux éléments de passifs hors exploitation.

Les autres actifs financiers non courants recouvrent essentiellement des créances et prêts à long terme.

Nous avons considéré que les « provisions pour risque environnemental et réhabilitation de sites » et les « provisions pour restructurations » étaient déjà prises en compte dans l'estimation de la valeur d'entreprise, les flux afférents étant intégrés dans les flux du plan d'affaires. Ces éléments ne figurent donc pas dans le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres.

## Synthèse

Le tableau ci-après fournit une présentation synthétique des éléments pris en compte pour passer d'une valeur d'entreprise estimée (via la méthode DCF ou la méthode des comparaisons boursières) à la valeur des capitaux propres (après adjonction de la Valeur des Synergies).

### Endettement financier net et autres actifs et passifs hors exploitation courante

en m€

Dettes financières nettes <sup>(1)</sup>	12 901
+ Intérêts minoritaires	5 577
+ Provisions pour retraites, net de l'impact fiscal	905
- Participations dans les entreprises associées	3 476
- Actifs et passifs détenus en vue de la vente	4 099
- Economies d'impôt liées aux déficits fiscaux reportables	1 059
- Trésorerie perdue de l'exercice des stock-options	59
+ Ajustement lié au niveau de BFR moyen	98
+ Autres passifs (actifs) hors exploitation	(175)
<b>= Endettement financier net et autres ajustements au 30 juin 2015</b>	<b>10 612</b>

(1) en valeur de marché, pro forma de l'intégration de la Chine

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

La détermination du nombre d'actions pris en compte pour estimer la valeur unitaire des actions est détaillée dans le tableau ci-après. Le calcul s'appuie sur le nombre total d'actions émises diminué du nombre d'actions auto-détenues. Nous avons en outre considéré la dilution potentielle liée à :

- l'exercice potentiel des stock-options dans la monnaie,
- l'attribution d'actions de performance Lafarge qui pourraient être émises à titre gratuit.

Les données utilisées sont les dernières disponibles au moment de nos travaux d'évaluation, soit celles de la fin du mois de juillet 2015<sup>32</sup>.

#### Nombre d'actions dilué de Lafarge au 31 juillet 2015

Nombre d'actions total	288 474 712
- Nombre d'actions auto-détenues	68 082
<b>= Nombre d'actions libres</b>	<b>288 406 630</b>
Stock-options dans la monnaie (*)	1 424 756
Actions de performance (**)	1 071 122
<b>+ Dilution potentielle</b>	<b>2 495 878</b>
<b>= Nombre d'actions dilué</b>	<b>290 902 508</b>

(\*) Le cours de référence retenu correspond au cours du 21 août 2015

(\*\*) Ajustée de l'impact des cessions à CRH

<sup>32</sup> Le management de Lafarge nous a confirmé que les variations limitées observées entre le nombre d'actions au 30 juin 2015 et celui au 31 juillet 2015 n'ont pas d'impact sur la trésorerie du Groupe.

### **3.3. Estimation du Juste Prix via la méthode DCF**

#### **3.3.1. Estimation des flux de trésorerie annuels**

Afin d'estimer les flux de trésorerie prévisionnels générés par le portefeuille d'activités de Lafarge en standalone, nous nous sommes appuyés sur le plan d'affaires de la Société en date du 22 juillet 2015. Ce plan d'affaires, qui couvre la période 2015-2020, a été élaboré dans le cadre du processus de planification habituel de la Société. Il n'intègre pas les synergies attendues de la fusion, mais tient compte des cessions liées aux engagements pris auprès des autorités de la concurrence. Les prévisions pour l'exercice 2015 correspondent à la dernière mise à jour du budget, les prévisions des exercices ultérieurs ayant été ajustées à cette date par les équipes Corporate Strategy et Finance de Lafarge après différentes itérations avec chacun des pays.

Ce plan d'affaires comporte deux versions distinctes de politique d'investissement dans un contexte général de rebond macroéconomique après plusieurs années de faible croissance. Dans une première version (ci-après « Version 1 »), le Groupe mène une politique d'investissement volontariste permettant d'assurer une croissance soutenue à moyen terme au-delà de l'horizon du plan. Dans la seconde version (ci-après « Version 2 »), le Groupe n'entreprend que les projets d'investissement déjà validés par le comité exécutif. Ce dernier scénario n'anticipe pas de croissance des volumes au-delà de l'horizon du plan.

Dans le cadre du processus de planification habituel, une fois établi par les équipes, le plan d'affaires est validé par le comité exécutif du Groupe qui peut décider d'intégrer des marges de prudence par rapport aux prévisions du plan. Nous comprenons que cette année, en raison du rapprochement en cours avec Holcim et de la recomposition prévisible du comité exécutif de Lafarge, le plan d'affaires n'a pas été validé par le comité exécutif du Groupe. Les deux versions susmentionnées n'intègrent donc pas les éventuelles marges de prudence requises pour couvrir risques géopolitiques, risques opérationnels, etc. En ce sens, les prévisions communiquées reflètent plus une ambition managériale qu'un scénario moyen. Comme on le verra plus loin (cf. infra, section 3.3.3), nous avons intégré cet élément dans nos travaux d'évaluation en ajustant à la hausse le taux d'actualisation applicable aux flux de trésorerie du « scénario moyen » via une prime de risque spécifique.

Comme nous l'avons rappelé plus haut (cf. supra, section 2.1.2), l'activité de Lafarge est très sensible aux hypothèses de croissance retenues. Pour nos travaux d'évaluation, nous avons construit à partir des deux versions du plan d'affaires deux scénarios, dont les caractéristiques sont décrites ci-après.

#### **Scénario Haut (2015-2024)**

Le scénario haut (ci-après « Scénario Haut ») retient l'hypothèse d'un rebond économique significatif et d'une politique d'investissement volontariste. Il s'appuie donc naturellement sur les prévisions des différents éléments composant les flux de trésorerie disponibles de la Version 1 du plan d'affaires (chiffre d'affaires, EBITDA, dépréciation, variation du besoin en fonds de roulement, investissements). Afin d'intégrer dans l'évaluation la totalité de la croissance engendrée par les investissements réalisés sur la durée du plan d'affaires, nous avons extrapolé les prévisions du plan d'affaires sur une période additionnelle de quatre ans, ce qui porte la période de prévisions explicites à dix ans.

Au terme de la période couverte par le plan d'affaires, en raison des niveaux d'investissement anticipés par le management, nous estimons que le Groupe n'a pas

atteint le niveau de chiffre d'affaires reflétant la pleine utilisation de son appareil productif. Nous avons donc retenu les hypothèses de développement suivantes.

- Une période de trois années supplémentaire de forte croissance du chiffre d'affaires (5 % par an) correspondant au temps nécessaire à la construction puis la montée en puissance des nouvelles usines construites en fin de plan (période qui peut aller de un à trois ans selon le management). En dernière année de la période d'extrapolation, la croissance du chiffre d'affaires s'établit au niveau retenu pour le calcul de la valeur terminale (1,5 %).
- Une augmentation linéaire de la rotation des capitaux employés (afin de refléter la meilleure utilisation de l'appareil productif) vers le niveau prévu en 2020 dans la Version 2 du plan d'affaires.
- Un niveau de rentabilité (ROCE) constant sur les quatre années de la période d'extrapolation, égal à celui visé au terme de la période couverte par le plan d'affaires.

Le taux d'imposition retenu pour le calcul de l'impôt à dette nulle est de 30 %<sup>33</sup>.

### **Scénario Bas (2015-2020)**

Le scénario bas (ci-après le « Scénario Bas ») s'inscrit comme le Scénario Haut dans un contexte de rebond macroéconomique, mais postule un moindre niveau d'investissement et reprend donc les prévisions de la Version 2 du plan d'affaires.

D'après le management de Lafarge, le niveau d'investissement prévu dans ce scénario, ne permet pas de générer de croissance en volume supplémentaire après 2020. Les niveaux de performances prévus à horizon 2020 (tant en termes de chiffre d'affaires que de rentabilité) reflètent donc une utilisation maximale de l'appareil productif. Sans croissance supplémentaire, il n'est donc pas nécessaire de considérer de période d'extrapolation.

Comme dans le Scénario Haut, le taux d'imposition retenu pour le calcul de l'impôt à dette nulle est de 30 %.

#### **3.3.2. Détermination d'une valeur terminale**

La valeur terminale du portefeuille d'activités au terme de l'horizon de prévision explicite (soit respectivement fin 2020 et fin 2024 pour les scénarios Bas et Haut) a été déterminée par la méthode usuelle consistant à actualiser, sur un horizon indéterminé, un flux normatif fondé sur un niveau de rentabilité considéré comme normatif et un taux de croissance perpétuel.

Comme indiqué plus haut (cf. supra, section 3.3.1), en raison du caractère « volontariste » des deux versions du plan d'affaires qui nous ont été communiquées, les niveaux de rentabilité attendus en fin de plan (2020) ne peuvent pas être considérés comme des références pertinentes pour l'estimation du flux normatif. Nous avons considéré comme normatif un niveau de rentabilité proche de celui atteint en milieu de plan. Ce niveau de rentabilité, identique dans les deux versions du plan d'affaires, est inférieur de près de 25 % aux niveaux de rentabilité attendus à l'horizon 2020.

---

<sup>33</sup> Taux qui paraît raisonnable car supérieur à la moyenne des taux en vigueur dans les pays d'implantation de *Lafarge*, pondérée par les poids relatifs des EBIT réalisés dans ces pays. De ce fait, l'impôt pris en compte dans les *free cash flows* n'intègre pas les économies d'impôts liés à l'existence de reports fiscaux déficitaires à la date de l'évaluation. Comme on l'a vu plus haut, ces économies ont été intégrées dans les ajustements apportés à la valeur d'entreprise pour le calcul de la valeur des capitaux propres.

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

### 3.3.3. Détermination du taux d'actualisation

Dans le contexte d'une évaluation financière par la méthode DCF, nous considérons que le taux approprié pour actualiser les flux attendus d'un portefeuille d'activités est le coût d'opportunité du capital spécifique à ces activités.

Contrairement à la pratique traditionnelle des évaluateurs, nous n'avons donc pas retenu le coût moyen pondéré du capital (WACC pour Weighted Average Cost of Capital). A cet égard, nous considérons que les modalités de calcul usuelles de ce taux conduisent très probablement à surestimer l'impact positif que la structure financière est supposée produire sur la valeur des actifs. La raison en est notamment que les modalités de calcul usuelles de ce taux n'intègrent que les effets bénéfiques de la dette (les économies fiscales réalisées au niveau de l'entreprise et désormais plafonnées) et ignorent d'autres paramètres moins favorables (fiscalité personnelle, coûts implicites multiples de la dette certes difficiles à chiffrer, mais bien réels, comme attesté par les graves problèmes de liquidité rencontrés par de nombreuses entreprises lors de la crise financière de l'automne 2008).

Cette question fait l'objet de débats dans de nombreuses publications académiques. Pour cette raison, nous préférons utiliser une approche alternative, d'ailleurs conforme aux principes du référentiel comptable IFRS, qui stipule l'absence d'impact de la structure financière sur la valeur des actifs. Selon cette approche, les flux espérés sont donc actualisés au coût des capitaux propres en l'absence d'endettement (ou « coût d'opportunité du capital »).

Ce taux est déterminé à partir de la formule usuelle du MEDAF avec les composantes suivantes.

- **Taux sans risque.** Les rendements des emprunts d'Etat de la zone Euro sont impactés de façon très contrastée par le contexte actuel des marchés financiers : ils ont fortement baissé dans les pays considérés comme sûrs en termes de risque crédit (Allemagne, Suisse, France notamment), ils ont augmenté dans les pays concernés par la crise de la dette publique. Cette situation se traduit par une volatilité inhabituelle des taux de rendement des emprunts d'Etat, ce qui rend plus délicate la détermination d'un taux sans risque. Dans ce contexte, la meilleure référence de taux sans risque dans la zone euro serait donnée par le taux payé par un groupe européen noté AAA pour un emprunt à 10 ans. En l'absence de ce type de référence, nous avons retenu dans le cadre d'une approche normative un taux sans risque de 3,5 %, soit un niveau intégrant un taux d'intérêt réel (hors inflation) de 2,0 % sur le long terme et un taux d'inflation anticipé à long terme de 1,5 %.
- **Coefficient bêta désendetté.** Le coefficient bêta d'une activité est généralement estimé selon une approche analogique à partir de coefficients bêtas des actions de sociétés cotées comparables obtenus par une régression linéaire des rentabilités de ces actions sur la rentabilité d'un indice de marché. Concrètement, les coefficients bêta des actions des sociétés comparables sont estimés sur longue période (4 et 5 ans) sur la base de rentabilités mensuelles afin de réduire le « bruit statistique » engendré par des séries d'observations constituées sur des périodes



plus courtes. Seuls les coefficients bêta issus de régressions dont le  $R^2$  est supérieur à 15 % sont ensuite retenus. Puis les coefficients bêtas ainsi obtenus sont « désendettés » afin d'éliminer l'impact de la structure financière et d'obtenir une fourchette d'estimations du coefficient bêta de l'activité sous-jacente.

L'analyse quantitative réalisée selon les modalités exposées ci-dessus aboutit sur un coefficient bêta de 1,0 qui correspond au coefficient bêta désendetté moyen observé sur une période de 5 ans pour les deux groupes Lafarge et Holcim et des groupes cotés comparables, Heidelberg Cement et Cemex (cf. infra, section 3.5 pour plus de détail sur la sélection des groupes cotés comparables).

Ce niveau de coefficient bêta issu d'une approche quantitative est cohérent avec celui donné par une approche qualitative. En effet, les deux déterminants du risque systématique qui pèse sur une activité (et donc sur son coefficient bêta) sont d'une part sa sensibilité à la conjoncture économique et d'autre part son levier opérationnel. D'un côté, la sensibilité de l'activité de Lafarge à la conjoncture économique générale est limitée par la présence géographique mondiale du Groupe, le dynamisme de certaines régions pouvant compenser la faiblesse d'autres zones ; une telle diversification géographique laisse anticiper un coefficient bêta inférieur à la moyenne. D'un autre côté, le levier opérationnel de Lafarge est élevé et très probablement supérieur à la moyenne. Ces deux éléments justifient au total, un coefficient bêta désendetté proche de la moyenne.

- **Prime de risque moyenne anticipée sur le marché des actions.** Nous retenons une prime de 4,5 %, soit un niveau qui se situe dans le haut de la fourchette des estimations données par les études académiques les plus récentes sur la question, et ceci en raison du risque systémique que la crise financière de l'automne 2008 a mis en évidence et qui vient limiter les bénéfices de la diversification internationale.

Sur la base de ces paramètres, le coût d'opportunité du capital applicable aux activités de Lafarge s'établit à 8,0 %, soit :

$$\text{Coût d'opportunité du capital} = 3,5 \% + [1,0 * 4,5 \%] = 8,0 \%$$

Le coût d'opportunité du capital fondé sur le MEDAF a pour but de prendre en compte le risque spécifique non-diversifiable du portefeuille d'activités évalué. Il suppose donc que tous les risques spécifiques (i.e. ceux qui peuvent être éliminés par un investisseur correctement diversifié) sont bien intégrés dans les flux de trésorerie prévisionnels. En d'autres termes, il suppose que les flux utilisés pour la mise en œuvre du DCF représentent des flux considérés comme représentatifs d'un « scénario moyen ».

Nous comprenons de nos discussions avec le management de Lafarge que les deux versions du plan d'affaires sur lesquels reposent les deux scénarios Bas et Haut considérés dans l'évaluation ne tiennent pas compte de certaines marges de prudence généralement intégrées par le Groupe (cf. supra, section 3.3.1). Ces scénarios décrivent donc des perspectives de développement supérieures à celles qui résulteraient de l'élaboration de « scénarios moyens ». Dans l'incapacité d'élaborer ces scénarios moyens et afin d'assurer la cohérence qui doit nécessairement exister dans la méthode DCF entre les flux de trésorerie pris en compte et le taux d'actualisation utilisé, nous avons ajusté à la hausse le coût du capital applicable aux activités de Lafarge en ajoutant une prime de risque spécifique. Cette prime de risque a été fixée forfaitairement à 0,5 %. En termes économiques, l'application d'une telle prime correspond à un abattement du taux de marge opérationnelle normatif de l'ordre de 10 %.

Le taux d'actualisation retenu pour l'évaluation du portefeuille d'activités de Lafarge s'établit donc à 8,5 %, soit :

$$\begin{aligned} \text{Taux d'actualisation} &= \text{Coût d'opportunité du capital} + \text{Prime de risque spécifique} \\ &= 8,0 \% + 0,5 \% = 8,5 \% \end{aligned}$$

### 3.3.4. Résultats de la méthode

Comme indiqué dans le tableau ci-après, la méthode DCF débouche sur une fourchette d'estimations du Juste Prix comprises entre 56,8 € et 66,7 €.

#### Lafarge - Juste Prix

en mEUR	Scénario Bas	Scénario Haut
Valeur d'Entreprise en standalone	24 821	27 695
+ Valeur des Synergies	2 311	2 311
- Dette financière nette et autres ajustements	10 612	10 612
= Juste Prix	16 520	19 394
<b>en € par action</b>	<b>56,8</b>	<b>66,7</b>

### 3.4. Estimation du Juste Prix via la méthode des comparaisons boursières

Comme pour la méthode DCF, l'objectif de la méthode des comparaisons boursières est notamment de fournir une estimation de la Valeur d'Entreprise en standalone. Etant donné l'ampleur du regroupement entre deux leaders du secteur (Lafarge et Holcim), l'OPE a pu avoir un impact sur les perspectives de résultats et les cours de bourse des comparables cotés. Nous considérons donc que les estimations du Juste Prix données par la méthode des comparaisons boursières sont moins pertinentes que celles issues de la méthode DCF.

#### Choix des multiples pertinents

Comme dans le Rapport d'avril 2015, nous avons écarté les multiples de chiffre d'affaires en raison des biais résultant des écarts de rentabilité. En outre, en l'absence d'écart majeur en ce qui concerne les politiques d'amortissement, nous privilégions les multiples d'EBIT aux multiples d'EBITDA, car ils ne sont pas biaisés par les écarts d'intensité capitalistique résultant des stratégies industrielles et commerciales des sociétés considérées.

#### Sélection d'un échantillon de sociétés comparables

La démarche et les conclusions relatives à l'établissement de l'échantillon de sociétés comparables sont identiques à celles décrites dans le Rapport d'avril 2015 et reprises ci-après.

Dans une première étape, afin de prendre en compte le premier déterminant des multiples représenté par le risque systématique, nous avons constitué un échantillon relativement large de huit cimentiers a priori comparables à Lafarge en termes d'activité. A noter que nous n'avons pas retenu la société irlandaise CRH dans ce premier échantillon puisqu'elle réalise une large part de son chiffre d'affaires dans des activités sans lien direct avec la production de ciment, béton ou agrégats, et ceci malgré l'acquisition récente de certains actifs cédés par Lafarge et Holcim en Europe et aux Etats-Unis suite au succès de l'OPE.

Parmi les huit sociétés identifiées, seules deux (Heidelberg Cement et Cemex) ont une taille et par suite une envergure mondiale comparable à celle de Lafarge. D'une taille

beaucoup plus modeste, les six sociétés éliminées ont en effet une présence géographique par trop différente de celle de Lafarge : les cimentiers italiens (Italcementi, Buzzi et Cementir), ainsi que le groupe français Vicat et le groupe grec TitanCement sont ainsi très largement exposés (plus de 60 % du chiffre d'affaires) aux marchés développés et à l'Europe notamment, et le cimentier portugais Cimpor est très exposé aux marchés émergents (essentiellement l'Amérique latine).

### **Mise en œuvre et résultats de la méthode**

Comme expliqué ci-dessus, la méthode repose sur les multiples d'EBIT extériorisés par les groupes Heidelberg Cement et Cemex. Ces multiples ont été calculés sur la base des éléments suivants.

- Au numérateur, pour le calcul des valeurs d'entreprise : (i) capitalisation boursière moyenne sur la période du 29 juillet 2015 au 10 août 2015, (ii) dette financière nette et actifs/passifs hors exploitation courante à la date du 30 juin 2015. La période retenue pour le calcul de la capitalisation boursière permet de prendre en compte l'impact potentiel de la publication des résultats de Lafarge et Holcim sur la valeur boursière des autres acteurs du secteur tout en laissant de côté les récentes turbulences observées sur les marchés boursiers.
- Au dénominateur, pour le calcul des EBIT : données du consensus des analystes financiers disponible à la date du 10 août 2015 afin d'assurer la cohérence avec les capitalisations boursières retenues au numérateur.

Dans la mesure du possible, les actifs et passifs hors exploitation courante ont été retenus en valeur de marché. A l'image de ce qui a été fait sur Lafarge (cf. supra, section 3.2.3), la valeur des intérêts minoritaires et des sociétés mises en équivalence a été approchée à l'aide d'un PBR de 1,1x pour les filiales issues de pays développés et de 3,2x pour celles implantées dans les pays émergents.

Afin de tenir compte du potentiel de développement des sociétés retenues, nous privilégions les multiples fondés sur des EBIT prévisionnels. Nous retenons finalement le seul multiple 2016, le multiple 2017 étant écarté à cause de la fiabilité limitée du consensus de marché à cet horizon (à la date du 10 août 2015, seule la moitié des analystes financiers donnant des prévisions sur 2016 communiquent également des prévisions sur 2017).

Sur cette base, les multiples d'EBIT 2016 de Heidelberg Cement et de Cemex ressortent respectivement à 10,0x et 12,7x.

### Multiple d'EBIT des sociétés comparables

	Heidelberg Cement (mEUR)	Cemex (mUSD)
Capitalisation boursière <sup>(1)</sup>	13 218	10 719
+ Intérêts minoritaires	3 142	1 583
+ Dette financière nette (30 juin 2015)	7 091	15 747
+ Autres passifs (actifs) hors exploitation	(2 963)	(1 777)
<b>= Valeur d'entreprise</b>	<b>20 488</b>	<b>26 271</b>
/ EBIT 2016e <sup>(2)</sup>	2 048	2 077
<b>= Multiple d'EBIT 2016</b>	<b>10,0x</b>	<b>12,7x</b>

(1) Capitalisation boursière moyenne sur 12 jours au 10/08/2015

(2) Source : CapitalIQ ; Consensus de marché au 10/08/2015 ajusté des coûts de restructuration estimés à 0,3% du chiffre d'affaires pour Heidelberg Cement et à 0,5% du chiffre d'affaires pour Cemex (niveaux observés historiquement)

L'écart observé entre les multiples extériorisés par Heidelberg Cement et Cemex ne s'explique pas selon nous par un différentiel de risque (premier déterminant clé des multiples), car nous avons estimé plus haut que les groupes Heidelberg Cement et Cemex étaient raisonnablement comparables de ce point de vue, ce que confirme l'estimation des coefficients bêta désendettés des deux groupes (respectivement 1,2 et 1,1). Dès lors, cet écart résulterait plutôt d'un différentiel de croissance bénéficiaire (second déterminant clé des multiples), ce que confirment les prévisions des analystes qui affichent pour 2016 et 2017 une croissance de l'EBIT chez Cemex supérieure à celle anticipée chez Lafarge et au contraire chez Heidelberg Cement une croissance inférieure à celle anticipée chez Lafarge.

Dès lors, plutôt que de considérer un multiple moyen, nous avons calculé deux estimations de la Valeur d'Entreprise en standalone fondées sur les multiples 2016 extériorisés respectivement par Heidelberg Cement (10,0x) et par Cemex (12,7x). Sur ces bases, le Juste Prix ressort dans une fourchette d'estimations comprises entre 44,8 € et 64,8 €.

### 3.5. Limites de la méthode des transactions comparables pour l'estimation du Juste Prix

A la différence des cours boursiers utilisés dans le cadre de la méthode des comparaisons boursières, les prix de transactions utilisés dans la méthode des transactions comparables intègrent des primes, c'est-à-dire la fraction des synergies conservées par les actionnaires de la cible. De ce fait, dans le cas d'espèce, la méthode des transactions comparables permet en théorie de capturer deux composantes essentielles de la détermination du Juste Prix, à savoir la Valeur d'Entreprise en standalone et la Valeur des Synergies. Comme indiqué ci-après, la réalité soulève des interrogations qui conduisent à renoncer à la mise en œuvre de la méthode.

Aucune transaction portant sur des groupes cimentiers de taille mondiale réellement comparables à Lafarge n'est intervenue au cours des dernières années. En effet, la majorité des transactions observées concernent des rachats d'actifs industriels isolés ou des transactions portant sur des titres de sociétés implantées dans les pays émergents. Le rachat du cimentier Italcementi par Heidelberg Cement, annoncé le

28 juillet dernier, constitue cependant une transaction qui mérite d'être examinée dans la mesure où la cible a des activités relativement proches de celles de Lafarge, bien que moins diversifiées en termes géographiques.

Néanmoins, les synergies communiquées lors de l'annonce de ce rapprochement (EBITDA additionnel en rythme de croisière d'environ 1 % du chiffre d'affaires combiné) sont sensiblement inférieures à celles anticipées dans le cadre de la fusion entre Lafarge et Holcim (EBITDA additionnel supérieur à 3 % du chiffre d'affaires combiné). Dès lors, l'utilisation des multiples induits par cette transaction conduirait à sous-estimer le Juste Prix, ce que confirment les multiples induits par les estimations agrégées de la Valeur d'Entreprise en stand-alone et la Valeur des Synergies obtenues ou utilisées dans le cadre de la méthode DCF (multiple d'EBITDA 2016 induit supérieur d'environ 15 % à 25 % au multiple induit par la transaction).

Pour cette raison, la méthode des transactions comparables n'a pas été mise en œuvre.

#### **4. Analyse du rapport d'évaluation élaboré par les Banques**

Dans le cadre de notre mission, nous avons examiné le rapport d'évaluation réalisé par Société Générale et UBS dans le cadre de l'Opération et dont le résumé figure dans le projet de note d'information qui sera rendu publique. Cette analyse nous conduit à formuler les commentaires suivants.

##### **4.1. Méthodologie d'évaluation**

Les Banques ont adopté une approche multicritères. Dans ce cadre, elles ont examiné trois références d'évaluation : (i) le cours de bourse de Lafarge, (ii) la valeur du titre Lafarge obtenue par transparence en appliquant la parité de l'OPE au cours de bourse de LafargeHolcim et (iii) la valeur du titre Lafarge obtenue par transparence en appliquant la parité de l'OPE aux prix cibles des analystes financiers sur LafargeHolcim. Elles ont par ailleurs retenu les estimations issues de deux méthodes d'évaluation : (i) la méthode DCF, et (ii) la méthode des comparaisons boursières.

Sur cette base, la démarche d'évaluation retenue par les Banques apparaît très similaire à la nôtre. En effet, la seule différence notable réside dans le fait que nous questionnons la pertinence de la référence d'évaluation donnée par le cours boursier de Lafarge depuis la clôture de l'OPE ré-ouverte, considérant que le marché est devenu très peu liquide même si, comme le font remarquer les Banques, le volume d'échanges quotidien (en forte diminution depuis la clôture de l'OPE) représente sur la période récente un pourcentage du flottant (en forte diminution également) peu différent du pourcentage observé avant l'OPE.

Si les références et méthodes considérées par les Banques et dans nos travaux sont relativement proches, il existe une différence majeure dans les modalités de mise en œuvre des deux méthodes d'évaluation retenues.

Compte tenu de l'importance des synergies attendues du regroupement, nous avons retenu une démarche d'évaluation fondée sur une évaluation distincte du portefeuille d'activités en stand-alone et du supplément de valeur apporté par les synergies. Ainsi, l'objectif poursuivi à travers la mise en œuvre des deux méthodes d'évaluation est d'obtenir une fourchette d'estimations de la valeur du portefeuille d'activités en stand-alone, pour ajouter ensuite une seule et même estimation (estimée séparément et de façon explicite) de la quote-part de la valeur des synergies revenant aux actionnaires de Lafarge.

En revanche, du côté des Banques, l'objectif est d'obtenir d'emblée une estimation de la valeur du portefeuille d'activités intégrant la quote-part de la valeur des synergies revenant

aux actionnaires de Lafarge. Pour ce faire, la démarche adoptée diffère selon la méthode d'évaluation concernée.

- Dans la méthode DCF, les flux annuels du plan d'affaires en standalone et le flux normatif retenu pour la détermination de la valeur terminale sont ajustés à la hausse, les premiers sur la base d'une estimation des synergies annuelles et des coûts de mise en œuvre anticipés, le second sur la base d'une estimation du montant récurrent de synergies anticipé à l'horizon du plan après un abattement destiné à prendre en compte le fait que ce montant récurrent de synergie est supposé disparaître totalement sur une période de dix ans et non pas perdurer sur un horizon indéterminé comme le flux normatif en standalone.
- Dans la méthode des comparaisons boursières, l'EBITDA considéré pour l'évaluation correspond à l'EBITDA du plan d'affaires en standalone ajusté à la hausse à hauteur d'un montant égal à celui pris en compte dans la méthode DCF pour l'ajustement du flux normatif.

Dans ces conditions, le supplément de valeur implicitement ajouté au titre des synergies dans la méthode DCF diffère de celui pris en compte dans la méthode des comparaisons boursières.

Pour ces différentes raisons, le choix méthodologique retenu par les Banques pour intégrer les effets attendus du regroupement dans l'évaluation des titres Lafarge nous semble discutable. En outre, ce choix rend difficile la comparaison, méthode par méthode, des estimations du titre Lafarge obtenues par les Banques avec nos propres estimations.

#### **4.2. Modalités de mise en œuvre des méthodes d'évaluation**

Faute d'être en mesure d'expliquer simplement les écarts observés entre les estimations obtenues par les Banques et nos propres estimations, il est possible d'identifier certains biais positifs ou négatifs liés à des choix différenciés pour la prise en compte des synergies et les modalités de mise en œuvre des deux méthodes d'évaluation retenues.

S'agissant des synergies, nous avons exposé plus haut les raisons qui nous ont conduits à privilégier les données communiquées au marché au plan d'affaires qui nous a été transmis par le management de Lafarge dans la cadre de notre mission. La décision des Banques de se référer exclusivement au plan d'affaires du management, d'appliquer un abattement de 25 % sur les montants prévus dans ce plan, de retenir en outre une période de 15 ans (contre 23 ans dans nos travaux) avant attrition complète et d'utiliser enfin un taux unique, égal au coût du capital de Lafarge, pour actualiser les différentes composantes des synergies (synergies de coûts et synergies de revenus) crée un biais négatif significatif, la quote-part de synergies implicitement intégrée par les Banques dans la valeur du titre Lafarge étant bien inférieure à la quote-part intégrée explicitement dans nos propres travaux. Ce biais négatif, qui joue aussi bien dans la méthode DCF que dans la méthode des comparaisons boursières, explique probablement une fraction importante de l'écart observé entre les estimations obtenues par les Banques et nos propres estimations.

S'agissant des modalités de mise en œuvre des méthodes d'évaluation, la similitude des montants pris en compte dans les travaux des Banques et dans nos propres travaux pour passer de la valeur du portefeuille d'activités (intégrant les synergies) à la valeur des capitaux propres masque des écarts significatifs qui se compensent. En effet, l'écart généré par la différence de traitement de la valeur comptable des intérêts minoritaires et des titres mis en équivalence est assez largement compensé par le traitement des

économies d'impôts potentielles liées à des déficits fiscaux reportables. La valeur comptable des intérêts minoritaires et des titres mis en équivalence est ainsi systématiquement réévaluée dans nos travaux sur la base de ratios différenciés de PBR et réévaluée par les Banques pour les seules entités cotées en bourse sur la base des prix de marché. S'agissant des économies d'impôts susmentionnées, elles figurent dans nos travaux dans les ajustements apportés à la valeur d'entreprise et sont donc intégrées dans les estimations issues des deux méthodes d'évaluation retenues (DCF et comparables boursiers). De nos discussions avec les Banques et la Société, nous comprenons que, dans leurs travaux, ces économies sont intégrées de manière explicite dans les estimations issues de la méthode DCF via la prise en compte d'un taux d'imposition approprié pour la détermination des free cash flows, et de manière implicite dans les estimations issues de la méthode des comparables boursiers via une définition des ajustements apportés à la valeur d'entreprise identique à celle retenue dans la méthode DCF.

## **5. Conclusion**

Le présent rapport d'expertise s'inscrit dans le cadre de la procédure de retrait obligatoire initiée par LafargeHolcim sur les titres Lafarge qu'il ne détient pas à la suite de l'offre publique d'échange ouverte le 1er juin dernier. Réalisé à la demande du conseil d'administration de Lafarge en conformité avec la réglementation boursière, ce rapport a pour objet de délivrer une attestation sur le caractère équitable, pour les actionnaires minoritaires de Lafarge, du prix de 60,0 € par action proposé par LafargeHolcim (« le Prix d'indemnisation »).

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

- (i) Le prix d'indemnisation doit intégrer de façon satisfaisante la valeur du portefeuille d'activités de Lafarge à la date de réalisation de l'Opération, avant prise en compte des effets attendus du regroupement.
- (ii) Le prix d'indemnisation doit intégrer une juste quote-part des synergies escomptées du regroupement ; dans un souci d'égalité de traitement de tous les actionnaires, cette quote-part doit être égale à celle qui reviendra aux actionnaires de Lafarge ayant présenté leurs titres, après application d'un abattement destiné à prendre en compte l'étalement des synergies dans le temps et le risque de matérialisation.

Parmi les références et estimations du Juste Prix, nous privilégions (i) les estimations issue de la méthode DCF, soit une fourchette de Juste Prix de 56,8 € à 66,7 €, et (ii) la référence fondée sur la valeur du titre Lafarge induite par transparence par les cours boursiers de LafargeHolcim, soit une fourchette de Juste Prix de 57,4 € à 63,3 €. Par ailleurs, nous considérons qu'en dépit d'un faible niveau de liquidité, les derniers cours cotés de Lafarge, soit 57,37 € en clôture le 4 septembre 2015 constitue un plancher pour la détermination du Prix d'Indemnisation.

Sur ces bases, nous estimons que le Prix d'indemnisation envisagé de 60,0 € dans le cadre de la procédure de retrait obligatoire est équitable pour les actionnaires minoritaires de Lafarge.

Paris, le 10 septembre 2015

Pour Accuracy,

Bruno Husson

Henri Philippe

## **6 Avis motivé du conseil d'administration de Lafarge**

Le conseil d'administration de Lafarge s'est réuni le 11 septembre 2015, sous la présidence de M. Eric Olsen, Président du conseil d'administration, à effet d'examiner le Retrait Obligatoire et de rendre un avis motivé sur l'intérêt et les conséquences du Retrait Obligatoire pour la Société, ses actionnaires et ses salariés.

Les membres du conseil d'administration suivants étaient présents : M. P. Charrier, M. J. Gallardo, M. I. Gallienne, Mme M. Gerowin, M. J. Guiraud, M. L. Jeanneney, M. E. Olsen , Mme H. Ploix, M. B. Prot, M. M. Rollier, M. E. Simandl et Mme V. Weill. Messieurs O. Fanjul et G. Lamarche et Mme C. Ramon étaient absents et excusés.

L'avis motivé du conseil d'administration rendu le 11 septembre 2015 est reproduit ci-après :

*« Le Président expose que le Conseil d'Administration a été convoqué afin d'examiner le projet de retrait obligatoire (le **Retrait Obligatoire**) que LafargeHolcim Ltd (**LafargeHolcim**) souhaite déposer auprès de l'Autorité des marchés financiers (**l'AMF**) sur les actions Lafarge restantes et émettre un avis motivé. Il est proposé que le Retrait Obligatoire prenne la forme d'une indemnisation en numéraire à hauteur de 60 euros par action Lafarge (**l'Indemnisation en Numéraire**).*

*Les actionnaires Lafarge se verront également offrir, comme alternative au Retrait Obligatoire, la faculté d'échanger dix (10) actions Lafarge contre 9,45 actions LafargeHolcim (**l'Option d'Echange**). Cette Option d'Echange s'inscrit dans l'intention exprimée par Holcim Ltd (désormais LafargeHolcim) dans la documentation relative à l'offre publique d'échange (**l'Offre**), et est une extension du bénéfice de l'Offre, ajustée pour prendre en compte la distribution du « scrip dividend » aux actionnaires de LafargeHolcim le 10 septembre 2015 et l'augmentation du nombre d'actions LafargeHolcim qui en résulte afin de maintenir l'équilibre économique.*

*Le Président rappelle aux membres du Conseil d'Administration que l'Offre a été couronnée de succès et qu'à la suite du règlement-livraison de l'offre ré-ouverte, l'AMF a*



annoncé que LafargeHolcim détenait 278.131.864 actions Lafarge, représentant 96,41 % du capital et au moins 95,25 % des droits de vote<sup>34</sup> de Lafarge.

Le Président informe le Conseil d'Administration qu'au 31 août 2015, LafargeHolcim détenait 96,41 % du capital et au moins 95,79 % des droits de vote<sup>35</sup> de Lafarge.

Les actions Lafarge qui n'ont pas été apportées à l'Offre (ou l'offre ré-ouverte) représentent moins de 5 % du capital et des droits de vote de Lafarge et LafargeHolcim a donc publié un communiqué de presse le 4 août 2015 annonçant sa décision d'initier un Retrait Obligatoire des actions Lafarge restantes. LafargeHolcim a l'intention de déposer le Retrait Obligatoire auprès de l'AMF le 14 septembre 2015.

Le Président informe le Conseil d'Administration qu'à la suite du Retrait Obligatoire, les actions Lafarge ne seront plus admises aux négociations sur Euronext Paris.

Il ajoute que le Retrait Obligatoire facilitera la poursuite de l'intégration de Lafarge au sein du groupe LafargeHolcim facilitant la mise en œuvre des synergies envisagées.

Il rappelle aussi que M. Bruno Husson et M. Henri Philippe du cabinet Accuracy ont été nommés en tant qu'expert indépendant par le Conseil d'Administration du 28 juillet 2015, conformément à l'article 261-1 II du règlement général de l'AMF, aux fins d'établir un rapport, incluant une attestation d'équité, sur les conditions financières du Retrait Obligatoire.

Le Conseil d'Administration a également pris en compte les éléments suivants :

- (a) la décision de l'assemblée générale des actionnaires de Holcim Ltd le 8 mai 2015 autorisant une augmentation de capital d'un maximum de 132.118.700 actions Holcim Ltd nouvelles pour la réouverture de l'offre et le Retrait Obligatoire ;
- (b) le projet de note d'information conjointe relative au Retrait Obligatoire préparé par LafargeHolcim et Lafarge, incluant l'évaluation préparée par UBS et Société Générale, agissant en tant que banques présentatrices dans le cadre du Retrait Obligatoire, et le rapport de l'expert indépendant.

Après prise en compte du rapport de l'expert indépendant, le Conseil d'Administration observe qu'en examinant l'Indemnisation en Numéraire offerte dans le cadre du Retrait Obligatoire aux actionnaires de Lafarge :

- l'expert indépendant a retenu que dans le contexte spécifique du Retrait Obligatoire, les deux conditions à respecter pour assurer l'équité de l'Indemnisation en Numéraire envisagée peuvent s'énoncer comme suit :
  - o l'Indemnisation en Numéraire doit intégrer de façon satisfaisante la valeur du portefeuille d'activités de Lafarge à la date de réalisation du Retrait

<sup>34</sup> Sur la base du nombre total d'actions Lafarge en date du 29 juillet 2015 : 288.474.712 actions Lafarge représentant un maximum de 291.990.114 droits de vote. Le nombre de droits de vote était une estimation prenant en compte de manière partielle la perte des droits de vote double attachés aux actions Lafarge apportées.

<sup>35</sup> Sur la base du nombre total d'actions Lafarge en date du 31 août 2015 : 288 492 375 actions Lafarge représentant 290.344.390 droits de vote.

Obligatoire, avant prise en compte des effets attendus du regroupement (la **Valeur d'Entreprise en standalone**) ;

- *l'Indemnisation en Numéraire doit intégrer une juste quote-part des synergies escomptées du regroupement (la **Valeur des Synergies**) ; dans un souci d'égalité de traitement de tous les actionnaires, cette quote-part doit être égale à celle qui reviendra aux actionnaires de Lafarge ayant présenté leurs titres, après application d'un abattement destiné à prendre en compte l'étalement des synergies dans le temps et le risque de matérialisation ;*
- *l'expert indépendant a également retenu que l'Indemnisation en Numéraire pourra être considérée comme équitable dès lors qu'elle se situera dans la fourchette d'estimations du juste prix des titres Lafarge (le **Juste Prix**) telle que résultant de l'estimation de la juste valeur des capitaux propres de Lafarge ;*
- *ses travaux d'évaluation ont été réalisés dans le respect d'une approche multicritères ;*
- *l'expert indépendant a privilégié les méthodes d'évaluation qui permettent d'estimer la juste valeur des capitaux propres en évaluant séparément ses trois composantes, à savoir la Valeur d'Entreprise en standalone, la Valeur des Synergies et la valeur de l'endettement financier net. Par défaut, l'expert indépendant a également examiné les références d'évaluation disponibles, qui se rapportent à la valeur des titres Lafarge intégrant les effets attendus du regroupement (i.e. une quote-part des synergies globales), et ne permettent donc pas une mesure fiable et explicite des trois composantes de la juste valeur des capitaux propres du groupe ;*
- *le rapport montre que parmi les références et estimations du Juste Prix, l'expert indépendant a privilégié (i) les estimations issues de la méthode DCF, soit une fourchette de Juste Prix de 56,8 euros à 66,7 euros, et (ii) la référence fondée sur la valeur du titre Lafarge induite par transparence par les cours boursiers de LafargeHolcim, soit une fourchette de Juste Prix de 57,4 euros à 63,3 euros. Par ailleurs, l'expert indépendant a considéré qu'en dépit d'un faible niveau de liquidité, les derniers cours cotés de Lafarge, soit 57,37 euros en clôture le 4 septembre 2015 constitue un plancher pour la détermination de l'Indemnisation en Numéraire.*

*Sur ces bases, l'expert indépendant estime que l'Indemnisation en Numéraire envisagée de 60 euros dans le cadre de la procédure de Retrait Obligatoire est équitable pour les actionnaires minoritaires de Lafarge.*

*Enfin, le Conseil d'Administration a examiné les conséquences du Retrait Obligatoire pour les salariés et anciens salariés (et mandataires sociaux) de la Société et pris note des points suivants :*

- *Premièrement, les salariés et anciens salariés (et mandataires sociaux) auront la faculté de conclure un contrat de liquidité avec LafargeHolcim par lequel ils auront le droit et l'obligation, pendant une période de temps prédéfinie et sous certaines conditions, (i) échanger certaines des actions Lafarge qu'ils détiennent ou détiendront contre des actions LafargeHolcim sur la base d'une parité d'échange de 0,945 (sous réserve d'ajustements ultérieurs pour prendre en compte certaines opérations ayant une incidence sur le capital ou les capitaux propres de Lafarge ou LafargeHolcim) ou (ii) vendre ces actions à LafargeHolcim pour un montant en numéraire déterminé sur la*

*base de la parité d'échange de 0,945 (sous réserve d'ajustements ultérieurs pour prendre en compte certaines opérations ayant une incidence sur le capital ou les capitaux propres de Lafarge ou LafargeHolcim), tel que précisé dans le projet de note d'information conjointe. LafargeHolcim pourra, à sa seule discrétion, choisir entre un échange et une vente.*

- *Deuxièmement, les actions de performance Lafarge définitivement acquises par les salariés et anciens salariés (et mandataires sociaux) seront :*
  - o *visées par le Retrait Obligatoire, sauf si elles font l'objet d'un contrat de liquidité conclu avec LafargeHolcim le 4 octobre 2015 au plus tard (étant précisé que pour ce qui est des actions de performance Lafarge définitivement attribuées, seules celles dont la période de conservation est toujours en cours à la date de réalisation du Retrait Obligatoire peuvent être couvertes par le mécanisme de liquidité) ; et/ou*
  - o *sous réserve des lois et restrictions applicables, éligibles à l'Option d'Echange si et seulement si elles ne sont plus soumises à une obligation de conservation.*
  
- *Troisièmement, les actions Lafarge émises suite à l'exercice des options de souscription Lafarge attribuées aux salariés et anciens salariés (et mandataires sociaux) seront :*
  - o *visées par le Retrait Obligatoire si l'exercice de ces options de souscription intervient au plus tard deux (2) jours de bourse avant la date de réalisation du Retrait Obligatoire ;*
  - o *sous réserve des lois et restrictions applicables, éligibles à l'Option d'Echange si et seulement si l'exercice intervient avant la clôture de la période d'exercice de l'Option d'Echange.*
  
- *Quatrièmement, les salariés (et anciens salariés) qui sont actionnaires de la Société par le biais des plans d'épargne groupe LEA recevront l'Indemnisation en Numéraire et ne seront pas éligibles, pour ces actions Lafarge, à l'Option d'Echange.*

*Au vu de ce qui précède, après discussion, le Conseil d'Administration approuve à l'unanimité le projet de Retrait Obligatoire envisagé suivant les termes et conditions exposés dans les documents précités et considère que le Retrait Obligatoire est dans l'intérêt de Lafarge, ses actionnaires et ses salariés.*

*Le Conseil d'Administration observe, compte tenu du cours de clôture de l'action LafargeHolcim sur Euronext Paris le 11 septembre 2015, à savoir 52,33 euros par action LafargeHolcim, que la contre-valeur de l'Option d'Echange à cette date était de 49,45 euros par action Lafarge, représentant une décote de 18 % par rapport l'Indemnisation en Numéraire offerte dans le cadre du Retrait Obligatoire. Les actionnaires Lafarge devraient être attentifs au cours de l'action LafargeHolcim et au traitement fiscal applicable (tel que résumé au paragraphe 2.8 du projet de note d'information conjointe, après avoir pris conseil auprès de leur conseil fiscal) avant d'apporter leurs actions à l'Option d'Echange. »*

## **7 Modalités de mise à disposition du public des informations relatives à LafargeHolcim et Lafarge**

Les actionnaires de Lafarge peuvent obtenir des informations supplémentaires relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de LafargeHolcim et Lafarge dans la partie relative (i) à l'information réglementée (*Regulated Information*) sur le site internet de LafargeHolcim (<http://www.lafargeholcim.com/regulated-information>) et (ii) aux documents financiers (*Financial Documents*) sur le site internet de Lafarge (<http://www.lafarge.com/fr/documents-financiers>).