

# OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT SUIVIE D'UN RETRAIT OBLIGATOIRE

VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE



INITIEE PAR



PRESENTEE PAR



## NOTE D'INFORMATION CONJOINTE AUX SOCIETES EIFFARIE ET SOCIETE DES AUTOROUTES PARIS-RHIN-RHONE (« APRR »)

**PRIX DE L'OFFRE : 54,16 EUROS PAR ACTION APRR**

**DUREE DE L'OFFRE : 10 JOURS DE NEGOCIATION**

### Avis important

Sous réserve de la décision de conformité de l'Autorité des marchés financiers, à l'issue de l'offre publique de retrait faisant l'objet du présent projet, la procédure de retrait obligatoire prévue par l'article L. 433-4 II du Code monétaire et financier sera mise en œuvre. Les actions APRR qui n'auront pas été apportées à l'offre publique de retrait seront transférées le jour de négociation suivant le jour de clôture de l'offre publique de retrait à la société Eiffarie moyennant une indemnisation de 54,16 euros par action APRR, nette de tous frais.



En application de l'article L. 621-8 du code monétaire et financier et de l'article 231-23 de son règlement général, l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») a, en application de la décision de conformité de l'offre publique du 7 septembre 2010, apposé le visa n° 10-306 en date du 7 septembre 2010 sur la présente note d'information. Cette note d'information a été établie par la société Eiffarie conjointement avec Société des Autoroutes Paris-Rhin-Rhône et engage la responsabilité de ses signataires. Le visa, conformément aux dispositions de l'article L. 621-8-1 I du code monétaire et financier, a été attribué après que l'AMF a vérifié « *si le document est complet et compréhensible, et si les informations qu'il contient sont cohérentes* ». Il n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés.

La présente note d'information est disponible sur les sites Internet de Société des Autoroutes Paris-Rhin-Rhône ([www.aprr.com](http://www.aprr.com)), de la société Eiffage ([www.eiffage.com](http://www.eiffage.com)) et de l'AMF ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)) et peut être obtenue sans frais auprès de :

**Eiffarie**  
163, quai du Docteur Dervaux  
92600 Asnières-sur-Seine

**Société des Autoroutes Paris-Rhin-Rhône**  
36, rue du Docteur Schmitt  
21850 Saint-Apollinaire

**Société Générale**  
GLFI/GCM/SEG  
75886 Paris Cedex 18

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF, les autres informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables, des sociétés Eiffarie et APRR seront déposées auprès de l'AMF au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'offre publique de retrait. Ces informations qui feront l'objet de deux documents d'information spécifiques établis respectivement par Eiffarie et APRR, seront mises à la disposition du public selon les mêmes modalités, étant précisé que les autres informations concernant spécifiquement Eiffarie seront disponibles en ligne sur le site Internet de la société Eiffage ([www.eiffage.com](http://www.eiffage.com)) en plus du site Internet de l'AMF.

## TABLE DES MATIERES

<b>1. PRESENTATION DE L'OPERATION</b> .....	6
1.1 Contexte de l'opération .....	7
1.1.1 Historique : acquisition d'un bloc de contrôle de la Société par Eiffarie en 2006 .....	7
1.1.2 Acquisition de 13,732% du capital de la Société par l'Initiateur.....	7
1.1.3 Apport à l'Initiateur de 932 625 actions APRR .....	7
1.1.4 Franchissement de concert des seuils de 95 % du capital et des droits de vote de la Société et répartition actuelle du capital et des droits de vote de la Société.....	8
1.2 Motifs et intentions de l'Initiateur pour les douze prochains mois.....	8
<b>2. CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE</b> .....	9
2.1 Termes de l'Offre et du Retrait Obligatoire .....	9
2.2 Titres visés par l'Offre et le Retrait Obligatoire .....	10
2.3 Modalités de l'Offre et du Retrait Obligatoire.....	10
2.3.1 L'Offre.....	10
2.3.2 Le Retrait Obligatoire .....	11
2.4 Calendrier indicatif de l'Offre et du Retrait Obligatoire.....	12
2.5 Restrictions concernant l'Offre à l'étranger .....	12
2.6 Régime fiscal de l'Offre et du Retrait Obligatoire .....	13
2.6.1 Actionnaires personnes physiques résidents fiscaux de France, agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et ne réalisant pas d'opérations de bourse dans des conditions analogues à celles qui caractérisent une activité exercée par une personne se livrant à titre professionnel à de telles opérations .....	13
2.6.1.1 Régime de droit commun .....	14
2.6.1.2 Régime spécial des actions détenues dans le cadre d'un Plan d'Epargne en Actions (PEA) .....	15
2.6.1.3 Plan d'Epargne d'Entreprise .....	15
2.6.2 Personnes morales résidentes fiscales de France assujetties à l'impôt sur les sociétés .....	16
2.6.3 Non résidents fiscaux français.....	17
2.6.4 Autres actionnaires .....	17
2.6.5 Droits d'enregistrement.....	17

2.7	Financement et coûts de l'Offre et de la mise en œuvre du Retrait Obligatoire .....	17
2.8	Accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.....	18
<b>3.</b>	<b>INFORMATIONS FINANCIERES RELATIVES A APRR (Article L225-100-3 du Code de commerce)</b>	<b>18</b>
3.1	Structure du capital de la Société et participations directes ou indirectes dont la Société a connaissance .....	18
3.2	Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions .....	18
<b>4.</b>	<b>ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX DE L'OFFRE ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE .....</b>	<b>19</b>
4.1	Données financières servant de base à l'évaluation .....	19
4.2	Méthodes retenues .....	20
4.2.1	Actualisation des flux de trésorerie disponibles .....	20
4.2.1.1	Hypothèses de construction du Plan d'Affaires .....	20
4.2.1.2	Flux de trésorerie .....	21
4.2.1.3	Taux d'actualisation .....	21
4.2.1.4	Coût des capitaux propres .....	21
4.2.1.5	Coût de la dette .....	22
4.2.1.6	CMPC variable .....	22
4.2.1.7	CMPC fixe.....	22
4.2.1.8	Fourchettes de valorisation.....	23
4.2.2	Référence à la transaction récente sur le capital d'APRR .....	23
4.2.3	Référence aux cours de bourse .....	23
4.2.4	Objectifs de cours des analystes.....	25
4.3	Méthode présentée à titre indicatif .....	25
4.3.1	Méthode des multiples boursiers .....	25
4.4	Méthodes écartées.....	26
4.4.1	Actif net comptable .....	26
4.4.2	Actif net réévalué .....	26
4.4.3	Méthode de l'actualisation des dividendes .....	26
4.4.4	Transactions comparables .....	27
4.5	Synthèse des résultats obtenus .....	27
<b>5.</b>	<b>RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT.....</b>	<b>28</b>
5.1	Présentation de l'opération.....	29
5.1.1	Sociétés concernées par l'opération.....	29

5.1.1.1	Présentation de la société initiatrice .....	29
5.1.1.2	Présentation de la Société objet de l'Offre .....	29
5.1.2	Contexte et termes de l'Offre .....	30
5.2	Déclaration d'indépendance.....	30
5.3	Diligences effectuées .....	31
5.4	Evaluation des actions de la Société APRR .....	32
5.4.1	Méthodes d'évaluation écartées .....	32
5.4.2	Méthodes d'évaluation retenues à titre principal .....	33
5.4.2.1	Référence aux transactions récentes intervenues sur le capital de la Société APRR.....	33
5.4.2.2	Référence au cours de bourse .....	34
5.4.2.3	Actualisation des flux de trésorerie prévisionnels .....	37
5.4.2.3.1	Hypothèses retenues au titre du plan d'affaires .....	37
5.4.2.3.2	Travaux de valorisation .....	38
5.4.3	Méthode des comparables boursiers présentée à titre indicatif.....	40
5.5	Analyse des éléments d'appréciation du prix mentionnés dans la note d'information .....	42
5.5.1	Présentation des méthodes écartées et retenues.....	42
5.5.2	Méthodes d'évaluation écartées .....	42
5.5.3	Méthodes d'évaluation retenues .....	43
5.5.3.1	Actualisation des flux de trésorerie prévisionnels .....	43
5.5.3.2	Cours de bourse et objectifs de cours des analystes.....	43
5.5.3.3	Multiples de sociétés cotées comparables .....	43
5.6	Synthèse de nos travaux et attestation sur le caractère équitable du prix offert .....	44
5.6.1	Synthèse de nos travaux d'évaluation .....	44
5.6.2	Attestation sur le caractère équitable du prix offert .....	44
5.7	Annexes.....	45
5.7.1	Annexe 1 : Présentation de la société Ricol Lasteyrie .....	45
5.7.2	Annexe 2 : Liste des missions d'expertise indépendante réalisées récemment par Ricol Lasteyrie.....	46
5.7.3	Annexe 3 : Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des marchés financiers.....	46
5.7.4	Annexe 4 : Montant de la rémunération perçue .....	46
5.7.5	Annexe 5 : Description des diligences effectuées .....	46
5.7.6	Annexe 6 : calendrier de l'étude .....	47
5.7.7	Annexe 7 : liste des personnes rencontrées et/ou contactées .....	48
5.7.8	Annexe 8 : source des informations utilisées .....	48
5.7.9	Annexe 9 : personnel associé à la réalisation de la mission.....	49

6. AVIS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION D'APRR .....	49
7. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION.....	50
7.1 Pour l'Initiateur Eiffarie.....	50
7.2 Pour la Société visée APRR.....	50
7.3 Etablissement Présentateur.....	50

## 1. PRESENTATION DE L'OPERATION

En application des articles 236-3 et suivants et 237-1 et suivants du Règlement général de l'AMF, Eiffarie, société par actions simplifiée au capital de 289.082.900 euros dont le siège social est situé 163, quai du Docteur Dervaux, 92600 Asnières-sur-Seine, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 484 028 261 (l'«**Initiateur**») offre irrévocablement aux actionnaires de Société des Autoroutes Paris-Rhin-Rhône, société anonyme au capital de 33.911.446,80 euros dont le siège social est situé 36, rue du Docteur Schmitt, 21850 Saint-Apollinaire, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Dijon sous le numéro 016 250 029 («**APRR**» ou la «**Société**»), d'acquérir la totalité de leurs actions APRR au prix unitaire de 54,16 euros (sous réserve des hypothèses d'Ajustement éventuel du prix par action visées à la section 2.1 ci-dessous) dans le cadre de la présente offre publique de retrait (l'«**Offre**»), qui sera immédiatement suivie de la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire (le «**Retrait Obligatoire**»).

Les actions APRR sont admises aux négociations sur le marché Euronext Paris sous le code ISIN FR0006807004 (compartiment A).

La Société Générale, en tant qu'établissement présentateur de l'Offre, garantit, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du Règlement Général de l'AMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

La société Eiffarie («**Eiffarie**») est une filiale à 100% de la société Financière Eiffarie («**Financière Eiffarie**»), société par actions simplifiée au capital de 200.174.100 euros dont le siège social est situé 163, quai du Docteur Dervaux, 92600 Asnières-sur-Seine, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 484 043 039. Financière Eiffarie est détenue à hauteur de 50% du capital plus une action par la société Eiffage, société anonyme au capital de 360.000.000 euros dont le siège social est situé 163, quai du Docteur Dervaux, 92600 Asnières-sur-Seine, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Nanterre sous le numéro 709 802 094 et à hauteur de 50% du capital moins une action par la société Macquarie Autoroutes de France («**MAF**»), société par actions simplifiée au capital de 100.285.550 euros dont le siège social est situé 41 avenue George V, 75008 Paris, immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 484 840 749.

MAF est elle-même une filiale indirecte des fonds d'investissement Macquarie Atlas Roads Limited («**MQA**»), société de droit australien, dont le siège social est situé Level 11, 1 Martin Place, Sydney NSW 2000, Australie, Macquarie Atlas Roads International Limited («**MARIL**»), société de droit bermudien, dont le siège social est situé Rosebank Centre, 11 Bermudiana Road, Pembroke HM08, Bermudes, Macquarie European Infrastructure Fund L.P. et Macquarie

European Infrastructure Fund II L.P. toutes deux sociétés de Guernesey, dont le siège social est PO Box 60, Carinthia House, 9-12 The Grange, St Peter Port GY1 4BF, Guernesey, (ensemble « **MEIF** »). Les fonds d'investissement MQA, MARIL et MEIF sont gérés par des sociétés de gestion du groupe Macquarie.

A la date du dépôt de l'Offre, Eiffarie et Financière Eiffarie, agissant de concert avec les sociétés Eiffage, MQA, MARIL et MEIF (collectivement les « **Concertistes** ») vis-à-vis d'APRR détiennent 108.556.479 actions, représentant 96,035% du capital et des droits des votes d'APRR.

Eiffarie, qui détient avec Financière Eiffarie de concert avec les autres Concertistes, plus de 95% du capital et des droits de vote d'APRR, est, pour le compte des membres du concert, le seul initiateur de l'Offre suivie d'un Retrait Obligatoire, et offre d'acquérir l'intégralité des actions APRR non détenues par les membres du concert à la date du dépôt de l'Offre.

## **1.1 CONTEXTE DE L'OPERATION**

### **1.1.1 Historique : acquisition d'un bloc de contrôle de la Société par Eiffarie en 2006**

Par contrat en date du 15 février 2006, Eiffarie, société constituée par Eiffage et des fonds gérés par le groupe Macquarie, a acquis les 79.365.945 actions APRR détenues par l'Etat et Autoroutes de France, représentant à cette date 70,2% du capital de la Société.

Le 16 février 2006, à la suite d'opérations d'apport successives, Eiffarie a reçu l'apport de 5.028.506 actions APRR initialement détenues par Eiffage.

Au terme de ces opérations, Eiffarie détenait 84.394.451 actions APRR représentant 74,7 % du capital des droits de vote de la Société, et a déposé le 24 février 2006 un projet de garantie de cours sur l'intégralité des actions APRR conformément aux articles 235-1 et suivants du Règlement Général de l'AMF.

A la clôture de la garantie de cours, le 13 avril 2006, Eiffarie détenait 92.101.152 actions APRR, soit 81,48% du capital et des droits de vote de la Société.

### **1.1.2 Acquisition de 13,732% du capital de la Société par l'Initiateur**

Le 16 juin 2010, Eiffarie a conclu deux contrats d'achat d'actions, l'un avec Elliott International L.P., Cypress Holdings AB et The Liverpool Limited Partnership et l'autre avec Castlerigg Master Investments, Ltd, portant sur l'acquisition de 15.522.702 actions d'APRR (le « **Bloc** ») pour un prix de 55 euros par action (coupon du dividende 2009 de 0,84 euro attaché). Ces opérations se sont réalisées hors marché le 23 juin 2010.

### **1.1.3 Apport à l'Initiateur de 932 625 actions APRR**

Entre le 9 juillet 2008 et le 5 août 2009, Eiffage a acquis sur le marché 932.625 actions APRR, l'essentiel de ces acquisitions ayant été effectuées en continu entre le 9 juillet et le 13 novembre 2008, puis le 29 mai 2009 et le 5 août 2009.

	Nombre d'actions acquises	Prix par action
Du 9 juillet 2008 au 13 novembre 2008	788.070	Entre 42,62 € et 60,96€

29 mai 2009	44.555	44,1€
5 août 2009	100.000	50,5€

Le 22 juillet 2010, Eiffage a procédé à l'apport de ces 932.625 actions APRR à la société Financière Eiffarie pour une valeur d'apport de 50.510.970 euros, soit 54,16 euros par action apportée, un prix équivalent à celui de l'acquisition visée au paragraphe 1.1.2 ci-dessus, le dividende de 0,84 euro par action ayant été détaché le 24 juin et payé le 30 juin 2010, avant l'apport.

Après le dépôt du projet de note d'information et l'ouverture de l'Offre, la société Financière Eiffarie procédera dans un deuxième temps à l'apport de ces mêmes actions à la société Eiffarie pour une valeur d'apport identique.

#### 1.1.4 Franchissement de concert des seuils de 95 % du capital et des droits de vote de la Société et répartition actuelle du capital et des droits de vote de la Société

A la suite de l'acquisition de 13,732% du capital, Eiffarie et Financière Eiffarie détiennent, de concert avec les autres Concertistes, 96,035% du capital et des droits de vote de la Société soit 108.556.479 actions et 108.556.479 droits de vote. A la date du 30 juillet 2010, la répartition du capital social et des droits de vote de la Société était la suivante :

	Actions	% capital	Droits de vote	%droits de vote
Eiffarie	107.623.854	95,21%	107.623.854	95,21%
Financière Eiffarie	932.625	0,825%	932.625	0,825%
Public	4.481.677	3,965%	4.481.677	3,965%
<b>Total</b>	<b>113.038.156</b>	<b>100%</b>	<b>113.038.156<sup>1</sup></b>	<b>100%</b>

## 1.2 MOTIFS ET INTENTIONS DE L'INITIATEUR POUR LES DOUZE PROCHAINS MOIS

Souhaitant acquérir le solde du capital de APRR, l'Initiateur a déposé auprès de l'AMF la présente Offre qui sera immédiatement suivie d'un Retrait Obligatoire, les actionnaires minoritaires détenant à ce jour ensemble moins de 5% du capital et des droits de vote de la Société. Dans cette perspective, l'Initiateur a mandaté la Société Générale qui a procédé à une évaluation des actions APRR dont une synthèse est reproduite ci-après. Par ailleurs, en application des dispositions de l'article 261-1 I 1° et II du Règlement général de l'AMF, le conseil d'administration de la Société a procédé à la désignation, le 22 juin 2010, du cabinet Ricol Lasteyrie représenté par Madame Sonia Bonnet-Bernard, en qualité d'expert indépendant chargé d'apprécier le prix des actions APRR faisant l'objet de l'Offre et du Retrait Obligatoire et dont le rapport est intégralement reproduit ci-après.

Il est rappelé qu'Eiffarie et Financière Eiffarie, détenues conjointement par Eiffage et MAF, société gérée par le groupe Macquarie, détiennent de concert avec les autres Concertistes à ce jour 96,035% du capital et des droits des votes d'APRR (voir section 1.1 ci-dessus). La mise en œuvre

<sup>1</sup> Le nombre total de droits de vote est calculé sur la base de l'ensemble des actions auxquelles sont attachés des droits de vote, y compris les actions privées de droits de vote, conformément au calcul préconisé par l'article 223-11 du Règlement Général de l'AMF.

de l'Offre et du Retrait Obligatoire s'inscrit dans une logique de poursuite et de développement de l'activité opérationnelle de la Société et l'Initiateur n'entend modifier ni la stratégie, ni la politique industrielle, commerciale et financière de la Société.

A ce stade, l'Initiateur n'envisage pas de modifier la composition des organes sociaux et de direction de la Société, étant précisé que le Conseil d'Administration d'APRR est à ce jour constitué de 12 membres dont quatre administrateurs indépendants, et que le Président Directeur Général d'APRR est également Président de l'Initiateur, de Financière Eiffarie et Président Directeur Général d'Eiffage.

La mise en œuvre de l'Offre et du Retrait Obligatoire s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société et ne devrait donc pas avoir d'incidence particulière sur la politique poursuivie par APRR en matière d'emploi. Les salariés de la Société continueront à bénéficier des mêmes statuts collectif et individuel.

Il est rappelé que l'assemblée générale de la Société réunie le 22 juin 2010 a décidé la distribution d'un dividende de 0,84 euro par action. Ce dividende a été payé le 30 juin 2010.

A l'avenir, et comme décrit dans la note d'information de l'Initiateur portant sur la garantie de cours publiée le 16 mars 2006 et ayant reçu le visa n° 06-070 de l'AMF en date du 14 mars 2006, il est dans l'intention de l'Initiateur de poursuivre une politique de distribution de dividendes de la Société conforme à la capacité distributive de la Société en ce compris les réserves et primes existantes et/ou futures et à ses besoins de financement.

A ce jour, l'Initiateur n'envisage pas de fusionner avec APRR.

## 2. CARACTERISTIQUES DE L'OFFRE ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE

### 2.1 TERMES DE L'OFFRE ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE

En application des dispositions des articles 231-13, 236-3 et suivants et 237-1 et suivants du Règlement Général de l'AMF, la Société Générale, agissant pour le compte de l'Initiateur, a déposé auprès de l'AMF le projet d'Offre sous la forme d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire portant sur la totalité des actions APRR non encore détenues à ce jour par l'Initiateur.

En conséquence, l'Initiateur s'engage irrévocablement auprès des actionnaires d'APRR à acquérir, au prix de 54,16 euros par action, les actions APRR qui lui seront présentées dans le cadre de l'Offre pendant une période de 10 jours de négociation.

Si, entre le 7 septembre 2010 (inclus), date de la décision de conformité de l'AMF et la date de mise en œuvre du Retrait Obligatoire (inclusive), APRR décide une distribution de dividendes (en ce compris tout acompte sur dividendes) dont la date de paiement ou dont la date de référence à laquelle il faut être actionnaire pour y avoir droit est fixée avant la date de mise en œuvre du Retrait Obligatoire, l'Initiateur ajustera les termes de l'Offre et du Retrait Obligatoire (l'« **Ajustement** ») comme suit : le montant numéraire de 54,16 euros par action APRR serait réduit d'une somme égale au montant net du dividende par action, étant précisé que le montant

net du dividende s'entend avant toute application de retenue à la source. Tout Ajustement fera l'objet de la publication d'un communiqué de presse préalablement soumis à l'AMF.

La Société Générale, en tant qu'établissement présentateur de l'Offre, garantit, conformément aux dispositions de l'article 231-13 du Règlement Général de l'AMF, la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre.

## **2.2 TITRES VISES PAR L'OFFRE ET LE RETRAIT OBLIGATOIRE**

Il est rappelé qu'à la date de la présente note d'information, l'Initiateur et Financière Eiffarie agissant de concert avec les autres Concertistes vis-à-vis d'APRR détiennent 108.556.479 actions APRR représentant 96,035% du capital et des droits de vote de la Société, sur la base d'un nombre total de 113.038.156 actions et d'autant de droits de vote APRR calculés en application de l'article 223-11 du Règlement général de l'AMF.

L'Offre porte donc sur l'intégralité des actions APRR émises à l'exception des actions APRR détenues par l'Initiateur et Financière Eiffarie, soit 4.481.677 actions sur 113.038.156 actions APRR, représentant 3,965% du capital et des droits de vote de la Société.

A la date de la présente note d'information, à l'exception des actions mentionnées ci-dessus, il n'existe aucun droit, titre de capital ou instrument financier pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société.

## **2.3 MODALITES DE L'OFFRE ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE**

### **2.3.1 L'Offre**

Le projet d'Offre a été déposé auprès de l'AMF le 30 juillet 2010. Un avis de dépôt sera publié par l'AMF sur son site Internet ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)).

Conformément aux dispositions de l'article 231-16 III et 231-17 du Règlement Général de l'AMF, un communiqué de presse conjoint relatif aux termes de l'Offre a été le 30 juillet 2010 diffusé par l'Initiateur et APRR et mis en ligne sur le site Internet d'APRR ([www.aprr.com](http://www.aprr.com)), et sera publié sous forme d'avis financier par le journal La Tribune en date du 2 août 2010 et par le journal Les Echos en date du 2 août 2010. En outre, conformément aux dispositions de l'article 231-16 du Règlement Général de l'AMF, le projet de la note d'information est tenu gratuitement à la disposition du public au siège des sociétés Eiffarie, APRR, et auprès de la Société Générale, et a été mis en ligne sur les sites Internet de l'AMF ([www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)) et d'APRR ([www.aprr.com](http://www.aprr.com)).

L'AMF publiera sur son site Internet une déclaration de conformité motivée relative au présent projet d'Offre après s'être assurée de la conformité du projet d'Offre aux dispositions législatives et réglementaires qui lui sont applicables. Cette décision de conformité emportera visa de la présente note d'information.

La note d'information conjointe ainsi visée par l'AMF ainsi que les autres informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de l'Initiateur et de la Société seront disponibles sur les sites Internet de l'AMF, d'APRR et d'Eiffage ([www.eiffage.com](http://www.eiffage.com)) et seront mises à la disposition du public au plus tard la veille de l'ouverture de l'Offre. Des exemplaires de ces documents seront également disponibles gratuitement aux sièges d'Eiffarie, d'APRR et auprès de la Société Générale. Conformément aux dispositions des articles 231-27 et

231-28 du Règlement Général de l'AMF, un communiqué précisant les modalités de mise à disposition de ces documents sera publié conjointement par l'Initiateur et APRR.

Préalablement à l'ouverture de l'Offre et en accord avec la réglementation applicable, l'AMF publiera un avis d'ouverture de l'Offre et Euronext Paris S.A. publiera le calendrier et les modalités de l'Offre ainsi que les conditions de mise en œuvre du Retrait Obligatoire, et notamment la date de sa prise d'effet.

L'Offre sera ouverte pendant une période de 10 jours de négociation. La Société Générale, agissant pour le compte de l'Initiateur, s'engage irrévocablement à acquérir en bourse, par l'intermédiaire de la société de bourse SG Securities (Paris) SAS, au prix de 54,16 euros par action (sous réserve des hypothèses d'Ajustement éventuel du prix par action visées à la section 2.1 ci-dessus), toutes quantités d'actions APRR qui seront présentées sur le marché, pendant la durée de l'Offre.

Les actions APRR détenues sous la forme nominative devront être converties au porteur pour être présentées à l'Offre. En conséquence, pour répondre à l'Offre, les détenteurs d'actions APRR inscrites en compte nominatif devront demander, dans les meilleurs délais, l'inscription de leurs actions sous la forme au porteur chez un intermédiaire habilité.

Les actions APRR apportées à l'Offre devront être libres de tout gage, nantissement ou restriction de quelque nature que ce soit au libre transfert de leur propriété.

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

Le règlement-livraison sera effectué au fur et à mesure de l'exécution des ordres, trois jours de négociation après chaque exécution, les frais de courtage demeurant à la charge de l'actionnaire apportant ses titres à l'Offre. Le membre du marché acheteur agissant pour le compte de l'Initiateur est SG Securities (Paris) SAS.

### **2.3.2 Le Retrait Obligatoire**

Conformément aux dispositions des articles 237-1 et 237-10 du Règlement Général de l'AMF, à l'issue de l'Offre, les actions APRR qui n'auront pas été présentées à l'Offre, seront transférées à l'Initiateur moyennant une indemnisation d'un montant égal au prix de l'Offre, soit 54,16 euros par action APRR, nette de tous frais (sous réserve des hypothèses d'Ajustement éventuel du prix par action visées à la section 2.1 ci-dessus). Un avis informant le public du Retrait Obligatoire sera publié par l'Initiateur dans un journal d'annonces légales du lieu du siège social de la Société en application de l'article 237-3 du Règlement Général de l'AMF.

Le montant de l'indemnisation sera versé le jour de négociation suivant la clôture de l'Offre sur un compte bloqué ouvert à cet effet auprès de la Société Générale, centralisateur des opérations d'indemnisation. Après la clôture des comptes des affiliés par Euroclear France, les établissements dépositaires teneurs de comptes créditeront les comptes des détenteurs des actions APRR de l'indemnité leur revenant, nette de tout frais. Conformément à l'article 237-6 du Règlement Général de l'AMF, les fonds non affectés correspondant à l'indemnisation des titres dont les

ayants droit sont restés inconnus, seront conservés par la Société Générale pendant une durée de 10 ans à compter du jour de négociation suivant le jour de clôture de l'Offre et versés à la Caisse des Dépôts et Consignations à l'expiration de ce délai. Ces fonds seront à la disposition des ayants droit sous réserve de la prescription trentenaire au bénéfice de l'Etat.

Les actions APRR seront radiées du Compartiment A du marché réglementé géré par Euronext Paris S.A. dès le lendemain de la clôture de l'Offre, date à laquelle le Retrait Obligatoire sera effectif.

## 2.4 CALENDRIER INDICATIF DE L'OFFRE ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE

30 juillet 2010	Dépôt du projet d'Offre auprès de l'AMF Communiqué de presse conjoint publié par APRR et l'Initiateur Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites Internet de l'AMF ( <a href="http://www.amf-france.org">www.amf-france.org</a> ) et d'APRR ( <a href="http://www.aprr.com">www.aprr.com</a> ) du projet de note d'information conjointe
7 septembre 2010	Déclaration de conformité de l'Offre par l'AMF emportant visa de la note d'information conjointe
8 septembre 2010	Mise à disposition du public et mise en ligne sur les sites Internet de l'AMF ( <a href="http://www.amf-france.org">www.amf-france.org</a> ), d'APRR ( <a href="http://www.aprr.com">www.aprr.com</a> ) et d'Eiffage ( <a href="http://www.eiffage.com">www.eiffage.com</a> ) de la note d'information conjointe visée par l'AMF et des documents relatifs aux caractéristiques juridiques, comptables et financières d'Eiffage et d'APRR
10 septembre 2010	Ouverture de l'Offre
23 septembre 2010	Clôture de l'Offre
24 septembre 2010	Publication du résultat de l'Offre Mise en œuvre du Retrait Obligatoire et radiation des actions APRR du marché Euronext Paris

## 2.5 RESTRICTIONS CONCERNANT L'OFFRE A L'ETRANGER

L'Offre est faite exclusivement en **France**.

La présente note d'information n'est pas destinée à être diffusée dans les pays autres que la France. L'Offre n'a fait l'objet d'aucun enregistrement ou visa hors de France. Les titulaires d'actions APRR en dehors de France ne peuvent pas participer à l'Offre sauf si le droit local auquel ils sont soumis le leur permet.

La publication et la diffusion de la présente note d'information, l'Offre, l'acceptation de l'Offre, ainsi que la livraison des actions APRR peuvent, dans certains pays, faire l'objet d'une réglementation spécifique ou de restrictions. L'Offre ne s'adresse pas aux personnes soumises à de telles restrictions, ni directement, ni indirectement, et n'est pas susceptible de faire l'objet d'une quelconque acceptation depuis un pays où l'Offre ferait l'objet de telles restrictions. Les personnes en possession de la présente note d'information sont tenues de se renseigner sur les restrictions

locales éventuellement applicables et de s'y conformer. L'Initiateur décline toute responsabilité quant à une éventuelle violation de ces restrictions par qui que ce soit.

La présente note d'information et les autres documents relatifs à l'Offre ne constituent pas une offre de vente ou une sollicitation ou une offre d'achat de valeurs mobilières dans tout autre pays dans lequel une telle offre ou sollicitation est illégale.

Notamment, concernant les **Etats-Unis**, il est précisé que l'Offre n'est pas faite, directement ou indirectement, aux Etats-Unis ou à des personnes ayant résidence aux Etats-Unis ou « *US persons* » (au sens du Règlement S pris en vertu de l'*U.S. Securities Act* de 1933 tel que modifié), et aucune acceptation de cette Offre ne peut provenir des Etats-Unis. En conséquence, aucun exemplaire ou aucune copie de la présente note d'information, et aucun autre document relatif à la présente note d'information ou à l'Offre ne pourra être envoyé par courrier, ni communiqué, ni diffusé aux Etats-Unis de quelque manière que ce soit. Toute acceptation de l'Offre dont on pourrait supposer qu'elle résulterait d'une violation de ces restrictions serait réputée nulle. Tout actionnaire d'APRR qui apportera ses actions à l'Offre sera considéré comme déclarant qu'il n'est pas une personne ayant résidence aux Etats-Unis ou « *US person* » et qu'il ne délivre pas d'ordre d'apport de titres depuis les Etats-Unis. Pour les besoins du présent paragraphe, on entend par Etats-Unis, les Etats-Unis d'Amérique, leurs territoires et possessions, ou l'un quelconque de ces Etats, et le District de Columbia.

## **2.6 REGIME FISCAL DE L'OFFRE ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE**

L'attention des actionnaires vendeurs est toutefois attirée sur le fait que ces informations ne constituent qu'un simple résumé du régime fiscal applicable, fondé sur les dispositions légales françaises et conventionnelles actuellement en vigueur. Il est ainsi susceptible d'être affecté par d'éventuelles modifications des règles fiscales françaises et de leur interprétation par l'administration fiscale française. L'attention des actionnaires vendeurs est attirée sur le fait que le Ministère du Travail, de la Solidarité et de la Fonction Publique a annoncé le 16 juin 2010 une augmentation de la fiscalité (impôt sur le revenu et prélèvements sociaux sur les revenus du capital et du patrimoine), dans le cadre de la réforme des retraites, sans préciser expressément la date d'entrée en vigueur de ces mesures.

Plus généralement, cette description ne constituant qu'un résumé du régime fiscal applicable donné à titre d'information générale et n'ayant pas vocation à constituer une analyse complète de l'ensemble des effets fiscaux susceptibles de s'appliquer à un porteur d'actions de la Société, il est recommandé aux porteurs d'actions de la Société de consulter leur conseil fiscal habituel afin d'étudier avec lui leur situation particulière.

Les non-résidents fiscaux français devront se conformer à la législation en vigueur dans leur Etat de résidence, sous réserve de l'application d'une convention fiscale internationale signée entre la France et cet Etat.

Il est par ailleurs rappelé que le régime fiscal des plus-values réalisées à l'occasion du Retrait Obligatoire est identique à celui des plus-values qui sont réalisées consécutivement à l'Offre. La plus-value est constatée le jour du transfert de propriété des titres.

### **2.6.1 Actionnaires personnes physiques résidents fiscaux de France, agissant dans le cadre de la gestion de leur patrimoine privé et ne réalisant pas d'opérations de bourse dans des**

**conditions analogues à celles qui caractérisent une activité exercée par une personne se livrant à titre professionnel à de telles opérations**

#### **2.6.1.1 Régime de droit commun**

Conformément aux dispositions des articles 150-0 A et suivants du Code général des impôts (« CGI »), les plus-values de cession d'action(s) APRR réalisées par les personnes physiques susvisées dans le cadre de l'Offre, égales à la différence entre le prix offert et le prix ou la valeur d'acquisition des actions APRR apportées à l'Offre, sont imposables à l'impôt sur le revenu au taux proportionnel actuellement fixé à 18 %, dès le premier euro, si le montant global des cessions de valeurs mobilières et autres droits ou titres visés à l'article 150-0 A du CGI (hors cessions bénéficiant d'un sursis d'imposition et cessions exonérées, et notamment les cessions de titres détenus dans le cadre d'un plan d'épargne en actions) réalisées au cours de l'année civile excède, par foyer fiscal, un seuil fixé à 25 830 euros pour l'imposition des revenus réalisés en 2010.

Sans aucune condition de seuil, les prélèvements sociaux énumérés ci-après, non déductibles du revenu global imposable au titre de l'année de leur paiement, s'ajoutent à cet impôt :

- la contribution sociale généralisée (« CSG ») au taux de 8,2 % ;
- la contribution pour le remboursement de la dette sociale (« CRDS ») au taux de 0,5 % ;
- le prélèvement social de 2 % ;
- la contribution additionnelle au prélèvement social de 2 % perçue au taux de 0,3 % ;
- la contribution additionnelle au prélèvement social de 2 % perçue au taux de 1,1 %.

Pour les revenus 2010, le taux global d'imposition s'élève donc à **12,1%** si le montant global des cessions de valeurs mobilières reste inférieur à 25 830 euros et à **30,1%** si le montant global des cessions est supérieur à 25 830 euros.

Le cas échéant, l'apport à l'Offre aura pour effet de mettre fin à un éventuel report ou sursis d'imposition dont auraient pu bénéficier les actionnaires dans le cadre d'opérations antérieures à raison des actions APRR apportées à l'Offre. Sous réserve du franchissement du seuil de 25 830 euros susvisé, la plus-value d'échange (en tout ou partie, selon que toutes les actions APRR concernées ou seulement une partie de celles-ci auront été apportées à l'Offre) qui faisait l'objet d'un sursis d'imposition sera donc imposable dans les conditions décrites au présent paragraphe. L'éventuelle plus-value réalisée sur les titres échangés avant le 1<sup>er</sup> janvier 2000 et bénéficiant d'un report d'imposition dans les conditions visées aux articles 92 B II et 160 I *ter* du CGI alors en vigueur sera imposée dans les conditions décrites au présent article 2.6.1.1.

Conformément aux dispositions de l'article 150-0 D, 11° du CGI, les moins-values éventuellement subies lors de la cession des actions APRR dans le cadre de l'Offre peuvent être imputées sur les plus-values de même nature réalisées au cours de la même année et, éventuellement, des dix années suivantes, à condition que ces moins-values résultent d'opérations imposables, ce qui signifie notamment que le seuil de 25 830 euros visé ci-dessus ait été dépassé pour l'imposition des revenus réalisés en 2010.

Pour l'application de ces dispositions, les plus-values de même nature s'entendent notamment, outre celles visées à l'article 150-0 A du CGI (lesquelles incluent notamment les gains nets imposables à la clôture avant la cinquième année d'un PEA), des profits retirés sur bons d'options (article 150 *decies* du CGI) et des profits réalisés sur les marchés d'options négociables (article 150 *nonies* du CGI).

En revanche, s'agissant des prélèvements sociaux, ces moins-values seront imputables, sans condition de seuil, sur les plus-values de même nature réalisées au cours de l'année et des dix années suivantes (article L. 136-6-I du Code de la sécurité sociale).

### **2.6.1.2 Régime spécial des actions détenues dans le cadre d'un Plan d'Epargne en Actions (PEA)**

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

Les actions APRR constituent des actifs éligibles au PEA.

Sous certaines conditions, le PEA ouvre droit (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 nets générés par les placements effectués dans le cadre du PEA, à condition 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. Ces produits et plus-values restent néanmoins soumis à la CSG, à la CRDS, au prélèvement social et aux contributions additionnelles à ce prélèvement, aux taux en vigueur aux dates d'acquisition du gain.

Il est précisé que les pertes éventuellement constatées lors de la clôture anticipée du PEA avant l'expiration de la cinquième année (ou, sous certaines conditions, en cas de clôture du PEA après l'expiration de la cinquième année lorsque la valeur liquidative du plan ou de rachat du contrat de capitalisation est inférieure au montant des versements effectués sur le plan depuis son ouverture) sont imputables sur les gains de même nature réalisés au cours de la même année ou des dix années suivantes, à condition que le seuil annuel de cession de valeurs mobilières ait été dépassé au titre de l'année considérée.

### **2.6.1.3 Plan d'Epargne d'Entreprise**

Les revenus des titres détenus dans un Plan d'Epargne d'Entreprise (PEE) sont exonérés d'impôt sur le revenu s'ils sont employés dans ce plan et astreints à la même période d'indisponibilité de cinq ans que les titres auxquels ils se rattachent. Ils sont définitivement exonérés à l'expiration de la période d'indisponibilité correspondante. Les plus-values réalisées sont également exonérées d'impôt à la condition que ces titres revêtent la forme nominative et comportent la mention de leur origine.

Les avoirs détenus dans le cadre d'un PEE dont le participant a demandé la délivrance, soit en cas de déblocage anticipé dans les conditions prévues par les dispositions législatives ou réglementaires applicables, soit au-delà des périodes d'indisponibilité, demeurent soumis aux

prélèvements sociaux (CSG, CRDS, prélèvement social de 2 % et contributions additionnelles de 0,3 % et 1,1%).

Il est rappelé les actions détenues directement dans le cadre d'un PEE suite à l'exercice il y a moins de 5 ans d'options au moyen des avoirs indisponibles du PEE dans les conditions des articles L. 3332-14, L. 3332-25 et L. 3332-26 du Code du travail, ainsi que les actions détenues directement dans le cadre d'un PEE suite à la souscription à une augmentation de capital réservée aux salariés dans les conditions de l'article L. 3332-18 du Code du travail, ne pourront pas être apportées à l'Offre.

## **2.6.2 Personnes morales résidentes fiscales de France assujetties à l'impôt sur les sociétés**

### Régime de droit commun

Les plus-values réalisées et les moins-values subies à l'occasion de la cession de titres de portefeuille, égales à la différence entre le prix offert et le prix ou la valeur d'acquisition des titres apportés à l'Offre, sont en principe incluses dans le résultat soumis à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun de 33,33 % augmenté, le cas échéant, de la contribution sociale de 3,3 % assise sur l'impôt sur les sociétés, après application d'un abattement qui ne peut excéder 763 000 euros par période de douze mois (article 235 *ter* ZC du CGI).

Cependant, pour les sociétés dont le chiffre d'affaires hors taxes est inférieur à 7 630 000 euros, et dont le capital social, entièrement libéré, a été détenu de façon continue à hauteur d'au moins 75% (calculés dans les conditions prévues à l'article 219 I-b du CGI) pendant l'exercice fiscal en question par des personnes physiques ou par des sociétés remplissant elles-mêmes ces conditions, les plus-values réalisées et les moins-values subies à l'occasion de la cession des actions APRR sont imposées au taux de 15 %, dans la limite de 38 120 euros de bénéfices imposables par période de douze mois. Ces sociétés sont également exonérées de la contribution sociale de 3,3 % mentionnée ci-dessus.

### Régime des plus-values à long terme

Conformément aux dispositions de l'article 219 I a *quinquies* du CGI, les plus-values nettes à long terme réalisées à l'occasion de la cession de titres de participation répondant à la définition donnée par cet article et qui ont été détenus pendant au moins deux ans bénéficient d'une exonération d'impôt sur les sociétés pour les exercices ouverts à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2007, moyennant la réintégration dans le résultat imposable au taux de droit commun de l'impôt sur les sociétés, d'une quote-part de frais et charges égale à 5% du montant net des plus-values.

Constituent notamment des titres de participation pour l'application de l'article 219 I a *quinquies* précité, les actions revêtant ce caractère au plan comptable, ainsi que, sous certaines conditions, les actions acquises en exécution d'une offre publique d'achat ou d'échange par l'entreprise qui en est l'initiatrice, ainsi que les titres ouvrant droit au régime fiscal des sociétés mères et filiales visé aux articles 145 et 216 du CGI, à l'exception des titres de sociétés à prépondérance immobilière définis à l'article 219 I a *sexies-0 bis* du CGI et, à compter des exercices ouverts à compter du 1<sup>er</sup> janvier 2011, des titres de sociétés établies dans un Etat ou territoire non-coopératif au sens de l'article 238-0 A du CGI.

Les conditions d'utilisation et de report des moins-values à long terme obéissent à des règles spécifiques et les contribuables concernés sont invités à se rapprocher de leur conseiller fiscal pour déterminer les règles qui leur sont applicables. En particulier, les moins-values à long terme résultant de la cession, au cours d'un exercice donné, d'actions relevant de la catégorie des titres de participation éligibles à l'exonération des plus-values visée ci-dessus ne sont imputables que sur les plus-values à long terme de même nature réalisées au cours du même exercice (réduisant ainsi la quote-part de 5% des plus-values nettes à long terme restant soumise à l'impôt sur les sociétés au taux de droit commun) et ne sont pas reportables sur les exercices ultérieurs.

### **2.6.3 Non résidents fiscaux français**

Les plus-values réalisées à l'occasion de cessions à titre onéreux d'actions de la Société effectuées par les personnes qui 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, sont généralement exonérées d'impôt en France, sous réserve que (i) ces plus-values ne soient pas rattachables à un établissement stable ou à une base fixe soumis à l'impôt en France et que (ii) le cédant n'ait pas détenu avec son conjoint, leurs ascendants et leurs descendants, directement ou indirectement, plus de 25% des droits dans les bénéfices de la société dont les actions sont vendues à un moment quelconque au cours des cinq années précédant la cession. Les actionnaires non résidents de France devront d'une manière générale s'informer de la fiscalité s'appliquant à leur cas particulier, tant en France que dans leur pays de résidence, auprès de leur conseil fiscal habituel.

### **2.6.4 Autres actionnaires**

Les actionnaires de la Société participant à l'Offre soumis à un régime d'imposition autre que ceux visés ci-dessus, notamment les contribuables dont les opérations portant sur des valeurs mobilières dépassent la simple gestion de portefeuille ou qui ont inscrit leurs titres à l'actif de leur bilan commercial, devront s'informer du régime fiscal s'appliquant à leur cas particulier.

### **2.6.5 Droits d'enregistrement**

En principe, aucun droit d'enregistrement n'est exigible en France au titre de la cession des actions d'une société dont les titres sont négociés sur un marché réglementé d'instruments financiers ou sur un système multilatéral de négociation, à moins que la cession ne soit constatée par un acte passé en France. Dans ce cas, l'acte de cession doit être enregistré dans le délai d'un mois à compter de sa date et cet enregistrement donne lieu au paiement d'un droit de 3% plafonné à 5 000 euros par mutation.

## **2.7 FINANCEMENT ET COUTS DE L'OFFRE ET DE LA MISE EN ŒUVRE DU RETRAIT OBLIGATOIRE**

L'acquisition de la totalité des actions APRR susceptibles d'être apportées à l'Offre représenterait (sous réserve des hypothèses d'Ajustement éventuel du prix par action visées à la section 2.1 ci-dessus), sur la base d'un prix d'Offre de 54,16 euros par action, un montant maximal de 242.727.626 euros hors frais divers et commissions, étant précisé que la totalité des actions APRR apportées à l'Offre ou transférées dans le cadre du Retrait Obligatoire seront acquises par l'Initiateur.

Le montant global de tous les frais, coûts et dépenses externes exposés dans le cadre de l'Offre et du Retrait Obligatoire par l'Initiateur, y compris les honoraires et frais de ses conseils financiers, juridiques et comptables ainsi que les frais de publicité, est estimé à environ 1.000.000 d'euros (hors taxes).

Le coût total maximum de l'Offre et du Retrait Obligatoire est ainsi estimé à environ 243.727.626 euros et sera financé, comme l'a été l'acquisition du Bloc, par Eiffage et MAF via la société Financière Eiffarie, sous forme de fonds propres (augmentation de capital et prêts d'actionnaires). Il est précisé que s'agissant de MAF, le financement sera également apporté, pour partie, par les fonds d'investissement Macquarie Mercer Infrastructure Trust 1 et Macquarie Mercer Infrastructure Trust 2, deux fonds d'investissement gérés par des sociétés de gestion du groupe Macquarie.

## **2.8 ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SIGNIFICATIVE SUR L'APPRECIATION DE L'OFFRE OU SON ISSUE**

Ni Eiffarie ni APRR ne sont parties ni n'ont connaissance d'accords susceptibles d'avoir une incidence significative sur l'appréciation de l'Offre ou son issue.

## **3. INFORMATIONS FINANCIERES RELATIVES A APRR (Article L225-100-3 du Code de commerce)**

### **3.1 STRUCTURE DU CAPITAL DE LA SOCIETE ET PARTICIPATIONS DIRECTES OU INDIRECTES DONT LA SOCIETE A CONNAISSANCE**

L'actionnariat de la Société connu par APRR au 30 juillet 2010 est indiqué au point 1.1.4 ci-dessus.

Comme mentionné précédemment, l'Initiateur et Financière Eiffarie détiennent de concert avec les autres Concertistes 96,035% du capital et des droits de vote de la Société.

Eiffarie est une filiale à 100% de la société par actions simplifiée Financière Eiffarie, dont Eiffage détient 50% du capital plus une action et dont les fonds d'investissement du groupe Macquarie détiennent indirectement 50% du capital moins une action à travers la société par actions simplifiée MAF.

### **3.2 RESTRICTIONS STATUTAIRES A L'EXERCICE DES DROITS DE VOTE ET AUX TRANSFERTS D' ACTIONS**

L'article 9 des statuts d'APRR impose à tout actionnaire qui, agissant seul ou de concert, vient à détenir, directement ou indirectement, un nombre d'actions représentant une proportion du capital ou des droits de vote supérieure ou égale à 1%, puis à toute tranche supplémentaire de 1 % du capital ou des droits de vote, d'informer la Société du nombre total d'actions et de titres donnant accès au capital ou aux droits de vote qu'il possède par lettre recommandée avec demande d'avis de réception adressée au siège social, dans un délai de 5 jours de bourse à compter du franchissement du ou desdits seuils de participation.

La même obligation s'impose à chaque fois que la fraction du capital social ou des droits de vote possédée par un actionnaire devient inférieure à l'un des seuils mentionnés ci-dessus.

Le non respect de cette obligation d'information est sanctionné par la privation pour les actions excédant la fraction qui aurait dû être déclarée, du droit de vote pour toute Assemblée générale qui se tiendrait jusqu'à expiration d'un délai de deux ans suivant la date de régularisation de la notification.

La Société APRR n'a connaissance d'aucun autre élément visé à l'article L. 225-100-3 du Code de commerce susceptible d'avoir une incidence en cas d'offre publique.

#### 4. ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX DE L'OFFRE ET DU RETRAIT OBLIGATOIRE

Les éléments d'appréciation du prix de l'Offre fixé à 54,16 euros par action APRR (coupon détaché<sup>2</sup>), figurant ci-après, sont fondés sur une analyse multi-critères préparée par Société Générale Corporate & Investment Banking (ci-après « **SGCIB** »), établissement présentateur de l'Offre pour le compte de la société Eiffarie et en plein accord avec cette dernière, notamment en ce qui concerne les différentes méthodes de valorisation et les hypothèses retenues. La sélection des méthodes présentées tient compte des spécificités d'APRR, de sa taille et de son secteur d'activité.

##### 4.1 DONNEES FINANCIERES SERVANT DE BASE A L'EVALUATION

L'évaluation a été réalisée au 30 juin 2010 sur les bases suivantes :

- Un nombre d'actions APRR de 113 038 156 au 30 juin 2010. Il n'existe pas d'instrument financier donnant accès, directement ou indirectement, au capital d'APRR.
- Un Plan d'Affaires consolidé (APRR et AREA) construit par le management d'APRR et validé par les deux actionnaires d'Eiffarie (Eiffage et des fonds d'investissement gérés par Macquarie), et remis fin juin 2010 à l'Etat dans le cadre du compte-rendu annuel auquel est soumis le concessionnaire.
  - Le Plan d'Affaires n'intègre pas de nouveaux tronçons structurants.
- Une valeur terminale considérée comme nulle, la grande majorité des infrastructures devant être restituée gratuitement à l'échéance de la concession<sup>3</sup>.
- Les ajustements effectués entre la valeur d'entreprise et la valeur des fonds propres prennent en compte les éléments suivants :

- Une dette financière nette consolidée d'APRR au 30 juin 2010 de :

	Valeur comptable	Valeur de marché	Ecart
Emprunts :	6 753 M€	7 486 M€	733 M€
Trésorerie et équivalents :	(79) M€	(79) M€	0 M€
<b>Dette financière nette totale :</b>	<b>6 674 M€</b>	<b>7 407 M€</b>	<b>733 M€</b>

<sup>2</sup> Le dividende de 0,84 € par action ayant été détaché le 24 juin après clôture de la séance et payé le 30 juin 2010.

<sup>3</sup> A l'exception des concessions de l'A41 et du tunnel de Sainte-Marie-aux-Mines ayant des valeurs résiduelles respectives de 127 millions d'euros et 164 millions d'euros en 2032.

L'ajustement en valeur de marché des instruments de dettes financières d'APRR, principalement les emprunts CNA (Caisse Nationale des Autoroutes), se traduit par une progression de l'endettement d'APRR d'un montant de 733 millions d'euros. Afin d'être homogènes par rapport aux hypothèses de structure financière d'APRR sur la durée du Plan d'Affaires, les valeurs de fonds propres issues de l'analyse multi-critères sont présentées sur la base de la dette en valeur comptable. Pour les appréhender sur la base d'une dette en valeur de marché, il convient donc d'en retrancher un montant de 733 millions d'euros.

- Des intérêts minoritaires retenus à leur valeur comptable au 30 juin 2010, soit 0,1 million d'euros (correspondant aux 0,16% du capital d'AREA non détenus par le Groupe APRR) ;
- Des participations dans les entreprises associées retenues à leur valeur comptable au 30 juin 2010, soit 30 millions d'euros ;
- Des titres de participation non cotés d'une valeur comptable de 58 millions d'euros au 30 juin 2010 ;
- Des indemnités contractuelles de départ en retraite de 26 millions d'euros au 30 juin 2010.

## **4.2 METHODES RETENUES**

Dans le cadre de l'analyse multi-critères, les méthodologies d'évaluation suivantes ont été retenues:

- La méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponibles ;
- La référence à l'acquisition le 16 juin 2010 par Eiffarie de 13,732% du capital d'APRR détenus par un consortium d'investisseurs composé d'Elliott International L.P., Cypress Holdings AB, de The Liverpool Limited Partnership et de Castlerigg Master Investments, Ltd ;
- La référence aux cours de bourse ;
- La référence aux objectifs de cours des analystes.

### **4.2.1 Actualisation des flux de trésorerie disponibles**

Cette méthode consiste à actualiser l'ensemble des flux de trésorerie générés par APRR jusqu'à l'expiration de ses concessions. Elle permet d'appréhender la valeur intrinsèque de la Société compte tenu (i) de ses perspectives spécifiques de trafic, de hausses tarifaires et d'investissements et (ii) de la durée de vie finie de ses concessions (fin des concessions d'APRR et d'AREA en 2032).

#### **4.2.1.1 Hypothèses de construction du Plan d'Affaires**

Le Plan d'Affaires a été établi sous forme consolidée (APRR et AREA) sur la durée de concessions des deux sociétés par le management d'APRR et validé par les deux actionnaires d'Eiffarie (Eiffage et les fonds d'investissement gérés par Macquarie). Il a fait également l'objet de discussions avec l'autorité de tutelle et a été également le support du contrat de plan discuté avec l'Etat pour la période 2009-2013, signé en janvier 2010.

Les hypothèses principales retenues dans le Plan d'Affaires sont les suivantes :

Croissance du trafic :

- La croissance du trafic a été estimée pour les réseaux APRR et AREA en dissociant les véhicules légers et les poids lourds.

Croissance des tarifs :

- Les augmentations de tarifs de péages pour chacun des deux réseaux sont négociées avec le concédant dans le cadre de contrats de plan quinquennaux. Cette croissance est calculée selon une formule d'indexation sur l'inflation et ajustée par classe de véhicule.
- Les hypothèses retenues sont conformes aux contrats de concession et de plan.

Charges opérationnelles :

- Le Plan d'Affaires repose sur une maîtrise des charges liées à l'exploitation du réseau permettant une stabilisation de la marge d'EBE sur la durée de concession notamment la masse salariale, les impôts et taxes et les autres achats et charges externes.

Investissements :

- Le niveau des investissements retenu est déterminé en fonction des hypothèses d'augmentation de tarifs et de trafic sur la durée de concession et est conforme aux engagements pris par APRR et AREA dans le cadre du contrat de plan 2009 – 2013 signé avec l'Etat. Il permet également de restituer au concédant les infrastructures en bon état d'entretien à l'échéance de la concession.

Besoin en fonds de roulement :

- L'évolution du besoin en fonds de roulement est liée à celle du revenu des péages sur toute la durée de concession.

#### **4.2.1.2 Flux de trésorerie**

Les flux de trésorerie disponibles sont calculés de la façon suivante :

Résultat opérationnel

- Impôt normatif sur résultat opérationnel
- + Dotations aux amortissements et provisions
- Investissements
- Variation du besoin en fonds de roulement net

---

= Flux de trésorerie disponibles

Ces flux de trésorerie disponibles, rémunérant les capitaux investis dans le groupe à la fois par les actionnaires et les créanciers, sont actualisés au Coût Moyen Pondéré du Capital (« **CMPC** »).

#### **4.2.1.3 Taux d'actualisation**

Compte tenu de l'évolution de la structure financière d'APRR sur la durée de la concession et de son désendettement progressif anticipé, l'utilisation d'un CMPC variant chaque année en fonction de la structure financière estimée du groupe a été jugée pertinente. En situation de trésorerie nette positive, le CMPC est supposé égal au coût des fonds propres.

Un CMPC fixe prenant en compte la structure financière moyenne d'APRR sur la durée du Plan d'Affaires a également été déterminé.

#### **4.2.1.4 Coût des capitaux propres**

Le coût des capitaux propres repose sur les paramètres suivants :

- Un taux sans risque de 4,0% (source Bloomberg), correspondant à l'OAT 20 ans (sur la base d'une moyenne des 12 derniers mois) compte tenu de la longue durée des concessions d'APRR et d'AREA.
- Une prime de risque sur le marché actions de 7,5% établie par le département « Recherche Actions » de la Société Générale (sur la base d'une moyenne des 12 derniers mois prévalant en juin 2010).
- Un bêta de l'actif économique (bêta de la société sans endettement) de 0,47, issu d'une analyse comparative des sociétés autoroutières européennes (Abertis, Atlantia et Brisa) et en ligne avec celui retenu par les analystes dans leurs rapports de recherche sur les sociétés du secteur. Le bêta de l'actif économique est ensuite ajusté pour prendre en compte la structure financière spécifique d'APRR ; on obtient alors le bêta effectif de la société, qui intègre l'économie d'impôt liée au coût de financement.
- Un taux théorique d'imposition de 34,43% sur toute la durée de la concession.

Le coût des capitaux propres correspond à la somme du taux sans risque et du produit du bêta effectif par la prime de risque (théorie du Modèle d'Equilibre Des Actifs Financiers ou « **MEDAF** »). Ce coût évolue sur la durée de la concession en fonction de l'endettement d'APRR. Sur la base de la dette financière du Plan d'Affaires, il décroît de 10,6% en 2010 à 7,6% en 2029, niveau auquel il se stabilise jusqu'à la fin de la concession (le bêta effectif est alors égal au bêta désendetté du fait du passage en situation de trésorerie nette positive en 2029).

#### **4.2.1.5 Coût de la dette**

Le coût de la dette avant impôt a été estimé à 5,0% en ligne avec le coût actuel de la dette d'APRR (4,3% sur la base du Plan d'Affaires) et celui sur la durée du Plan d'Affaires (5,7% calculé sur une base trimestrielle). Par ailleurs, ce taux est très proche du coût de la dette avant impôt retenu par les analystes financiers pour les concessionnaires autoroutiers européens (Abertis : 4,8% / Atlantia : 5,1% / Brisa : 4,9%).

#### **4.2.1.6 CMPC variable**

Le CMPC variable correspond à la somme du coût du capital et du coût de la dette pondérée par leur poids respectif dans la structure financière d'APRR et tient compte de l'économie d'impôt liée au coût de financement. Le CMPC variable est recalculé chaque année en fonction de l'évolution de la structure financière du groupe. Sur la base de la dette financière nette estimée dans le Plan d'Affaires, il évolue ainsi entre 6,5% en 2010 et 7,6% en 2029, niveau auquel il se stabilise jusqu'à la fin de la concession (au-delà de 2029, il est égal au coût des fonds propres intégrant le bêta désendetté du secteur).

#### **4.2.1.7 CMPC fixe**

Le CMPC fixe retenu s'établit à 6,8% sur la base des hypothèses suivantes :

- Un coût des capitaux propres de 9,2% (taux sans risque de 4,0% déterminé sur la base de la moyenne 12 mois de l'OAT France 20 ans, prime de risque sur le marché actions de 7,5%, bêta désendetté de 0,47 basé sur une analyse comparative des sociétés autoroutières européennes Abertis, Atlantia et Brisa, ratio d'endettement sur capitaux propres de 69% correspondant à la dette financière moyenne sur la durée du Plan d'Affaires rapportée à la valeur des capitaux propres issue du DCF à CMPC fixe) ;
- Un coût de la dette avant impôts de 5,0%.

#### 4.2.1.8 Fourchettes de valorisation

L'actualisation des flux de trésorerie futurs selon un CMPC variable aboutit à une valeur centrale des fonds propres de 4 662 millions d'euros, soit 41,2 euros par action APRR, extériorisant une prime de 31,3% par rapport au prix de l'Offre.

– En faisant varier le bêta de l'actif économique entre 0,40 et 0,55, cette méthode aboutit à un impact par action APRR compris entre -4,6 euros et +4,4 euros par rapport à la valeur centrale, faisant ainsi ressortir une prime induite par le prix de l'Offre comprise entre 18,8% et 47,9%.

– Nous avons également effectué des sensibilités sur les principaux paramètres opérationnels (croissance du trafic, inflation sur la durée du Plan d'Affaires) :

- Une variation de +/- 100 points de base de l'inflation retenue (i.e. 1,8% / an sur toute la durée du Plan d'Affaires) se traduit par un impact compris entre -3,9€ et +4,1€ par rapport à la valeur centrale, l'inflation affectant à la fois les revenus et les achats & charges externes.
- Une variation de +/- 200 points de base des croissances du trafic en 2012 et 2013 (qui correspond à une variation de +/- 40 points des croissances du trafic par an sur toute la durée du Plan, i.e. entre 2012 et 2032) se traduit par un impact compris entre -4,4€ et +4,5€ par rapport à la valeur centrale.

L'actualisation des flux de trésorerie futurs selon un CMPC fixe de 6,8%, aboutit pour sa part à une valeur centrale des fonds propres de 4 987 millions d'euros, soit 44,1 euros par action APRR, extériorisant une prime de 22,8% par rapport au prix de l'Offre.

– En faisant varier le CMPC entre 6,37% et 7,17% (i.e. +/- 40 points de base autour du taux central), cette méthode aboutit à un impact par action APRR compris entre -3,4 euros et +3,6 euros par rapport à la valeur centrale, faisant ainsi ressortir une prime induite par le prix de l'Offre comprise entre 13,6% et 33,0%.

– Nous avons également effectué des sensibilités sur les principaux paramètres opérationnels (croissance du trafic, inflation sur la durée du Plan d'Affaires) :

- Une variation de +/- 100 points de base de l'inflation retenue (i.e. 1,8% / an sur toute la durée du Plan d'Affaires) se traduit par un impact compris entre -4,2€ et +4,3€ par rapport à la valeur centrale, l'inflation affectant à la fois les revenus et les achats & charges externes.
- Une variation de +/- 200 points de base des croissances du trafic en 2012 et 2013 (qui correspond à une variation de +/- 40 points des croissances du trafic par an sur toute la durée du Plan, i.e. entre 2012 et 2032) se traduit par un impact compris entre -4,3€ et +4,4€ par rapport à la valeur centrale.

#### 4.2.2 Référence à la transaction récente sur le capital d'APRR

Eiffarie a annoncé le 16 juin 2010, après la clôture de la séance, l'acquisition de 13,732% du capital d'APRR détenus par un consortium d'investisseurs composé d'Elliott International L.P., Cypress Holdings AB, de The Liverpool Limited Partnership et de Castlerigg Master Investments, Ltd au prix de 55 euros par action coupon attaché, soit 54,16 euros par action coupon détaché.<sup>4</sup>

Le prix par action offert dans le cadre de l'Offre est identique, après détachement du coupon, au prix d'acquisition du Bloc par Eiffarie auprès du consortium d'investisseurs mentionné ci-dessus.

#### 4.2.3 Référence aux cours de bourse

Les actions ordinaires APRR sont admises aux négociations sur le marché Euronext Paris compartiment A d'Euronext Paris S.A. depuis son introduction en bourse le 24 novembre 2004.

---

<sup>4</sup> Le dividende ayant été détaché le 24 juin après clôture de la séance et payé le 30 juin 2010.

Le flottant, constitué des titres détenus par le public et les salariés du groupe représente 4 481 677 actions soit 3,965% du capital et des droits de vote au 30 juillet 2010 (correspondant à une valeur de 242,7 millions d'euros au prix de l'Offre de 54,16 euros par action).

Les volumes journaliers moyens échangés s'établissent à environ 27 milliers de titres sur les 12 derniers mois à la date du 16 juin 2010<sup>5</sup>, correspondant à une rotation du flottant de 154% sur la même période (source : Bloomberg) et à des capitaux moyens échangés quotidiennement de 1 million d'euros.

Les cours de bourse retenus sont ceux jusqu'au 16 juin 2010 inclus, jour de l'annonce de l'acquisition par Eiffarie du Bloc de 13,732% précité et de la présente Offre.

Les cours de bourse postérieurs au 16 juin 2010 n'ont pas été jugés pertinents dans la mesure où la communication au marché du prix d'acquisition par Eiffarie de la participation détenue par un consortium d'investisseurs dans APRR et l'annonce du projet d'Offre ont entraîné un alignement du cours de bourse sur le prix d'acquisition :

- Entre le 17 juin 2010 et le 24 juin 2010<sup>6</sup>, le cours de bourse de clôture d'APRR (coupon attaché) a ainsi oscillé entre 54,6 euros et 54,9 euros.
- Depuis le 25 juin 2010 jusqu'au 28 juillet 2010, le cours de bourse de clôture d'APRR (coupon détaché) a ainsi oscillé entre 53,8 euros et 54,0 euros.

Le prix offert de 54,16 euros par action APRR présente les primes suivantes par rapport aux cours de bourse de la Société :

#### Cours de bourse antérieurs au 17 juin 2010

Cours de bourse	Cours <sup>7</sup> (€)	Prime / (décote) induite (%)
Au 16 juin 2010	50,1 €	8,1%
Moyenne pondérée par les volumes - 1 mois	46,9 €	15,5%
Moyenne pondérée par les volumes - 3 mois	48,5 €	11,7%
Moyenne pondérée par les volumes - 6 mois	49,1 €	10,3%
Moyenne pondérée par les volumes - 12 mois	49,3 €	9,8%
Plus haut sur 1 an (15 avril 2010)	56,3 €	(3,8)%
Plus bas sur 1 an (25 mai 2010)	44,9 €	20,5%

*Source : Bloomberg*

Le prix proposé dans le cadre de l'Offre fait ainsi apparaître une prime de 8,1 % sur le cours de clôture du 16 juin 2010, et des primes de 15,5 % et 11,7 % respectivement sur les moyennes de cours 1 mois et 3 mois pondérées par les volumes au 16 juin 2010.

<sup>5</sup> Jour de l'annonce par Eiffarie du rachat de la participation détenue par le consortium après clôture de la séance.

<sup>6</sup> Jour du détachement du dividende (après clôture de la séance).

<sup>7</sup> Ajustés du détachement du dividende mis en paiement le 30 juin 2010.

#### 4.2.4 Objectifs de cours des analystes

Les objectifs de cours reflètent la valeur intrinsèque d'APRR telle qu'estimée par les analystes financiers. De ce fait, leur prise en compte a été jugée pertinente pour l'appréciation du prix offert dans le cadre de l'Offre, même si le nombre d'analystes couvrant la valeur est restreint en raison d'un flottant limité depuis la privatisation et la garantie de cours qui l'a suivie.

La moyenne des objectifs de cours des 3 analystes couvrant APRR au 16 juin 2010<sup>8</sup> (Alpha Value, Natixis, HSBC) est de 51,2 euros (médiane : 51,5 euros) (sources : notes d'analyse, Bloomberg). La moyenne de ces cours cibles fait ressortir une prime de 5,9% par rapport au prix proposé dans le cadre de l'Offre.

### 4.3 METHODE PRESENTEE A TITRE INDICATIF

#### 4.3.1 Méthode des multiples boursiers

Il n'existe en Europe que trois sociétés de concessions autoroutières cotées de taille significative : Abertis (Espagne), Atlantia (Italie) et Brisa (Portugal). Par ailleurs, la pertinence de la méthode des multiples boursiers est limitée dans la mesure où il n'existe aucun autre concessionnaire autoroutier coté en France ou qui serait exposé aux mêmes cadres réglementaire et économique qu'APRR :

- Des activités hétérogènes : certaines de ces entreprises ont des activités autres que l'exploitation de concessions autoroutières, en particulier Abertis qui exploite également des parcs de stationnement et logistiques, des services aéroportuaires et de télécommunications ;
- Des durées de concession différentes : les concessions APRR et AREA ont une échéance en 2032, plus longue que les concessions espagnoles (échéances principales en 2019 et 2021) mais moins longue que celle d'Atlantia (échéance principale en 2038) ;
- Des environnements réglementaires spécifiques : la France, l'Italie, l'Espagne et le Portugal présentent des environnements juridiques et fiscaux spécifiques gouvernant les relations entre le concédant et le concessionnaire, notamment en termes de revalorisation des tarifs de péage, d'investissements requis, de fiscalité et d'attribution de nouvelles concessions. Ces environnements ont également un impact direct sur les performances financières et les perspectives de croissance des concessionnaires autoroutiers ;
- Des environnements économiques distincts : les perspectives de croissance des revenus des concessionnaires autoroutiers européens sont largement dépendantes de facteurs tels que la croissance économique, le degré de saturation du réseau et l'émergence de moyens de transport concurrents, qui dépendent de paramètres locaux.

Néanmoins, à titre indicatif, les multiples de l'échantillon constitué d'Abertis, Atlantia et Brisa sont présentés sur la base des cours de bourse de clôture du 16 juin 2010. Le multiple boursier le plus pertinent est le multiple d'excédent brut d'exploitation (VE/EBE). Les projections d'EBE sont issues d'un consensus de marché pour chacune des sociétés (sources : Datastream).

#### Multiples VE/EBE issus des cours de bourse au 16 juin 2010

	VE/EBE	
	2011E	2012E
- Abertis	8,2 x	7,8 x

<sup>8</sup> Jour de l'annonce par Eiffarie du rachat de la participation détenue par le consortium après clôture de la séance.

- Atlantia	8,1 x	7,6 x
- Brisa	9,6 x	9,1 x
<b>Moyenne</b>	<b>8,6 x</b>	<b>8,2 x</b>

L'application des multiples boursiers (VE/EBE) aboutit à une valeur des fonds propres d'APRR comprise entre 4 735 et 5 044 millions d'euros, soit une valeur par action APRR comprise entre 41,9 et 44,6 euros, faisant ressortir une prime induite par le prix proposé dans le cadre de l'Offre comprise entre 21,4% et 29,3%, respectivement.

#### 4.4 METHODES ECARTEES

##### 4.4.1 Actif net comptable

La valeur comptable des fonds propres<sup>9</sup> rend compte des apports en nature et en numéraire des actionnaires ainsi que de l'accumulation historique des résultats de la Société, et non de ses perspectives futures. Cette méthode est peu pertinente pour appréhender la valeur intrinsèque d'APRR estimée à partir de ses résultats futurs.

##### 4.4.2 Actif net réévalué

La méthode de l'actif net réévalué n'est pas pertinente pour l'évaluation d'une société mono-activité dans une perspective d'exploitation à long terme. En effet, cette méthode est principalement utilisée dans le cas de holdings diversifiés ou de sociétés détentrices d'actifs diversifiés, susceptibles de voir leur valeur comptable très en-deçà de leur valeur de réalisation économique immédiate.

##### 4.4.3 Méthode de l'actualisation des dividendes

Les dividendes étant issus des résultats nets de l'exploitation de la concession, l'approche par les flux de trésorerie disponibles est une meilleure approche pour estimer la valeur intrinsèque d'APRR dans sa globalité.

Par ailleurs, l'analyse historique du taux de distribution d'APRR témoigne d'une forte dispersion depuis l'introduction en bourse de la société et ne permet pas, par conséquent, de définir un taux normatif sur la durée du Plan d'Affaires.

– Depuis son introduction en bourse le 24 novembre 2004, APRR a versé un dividende sur la base d'un taux de distribution compris entre 27% et 657%.

#### Taux de distribution entre 2005 et 2009

Année fiscale	Dividende versé au titre de l'exercice (€ / action)	Taux de distribution (%)
---------------	--	-----------------------------

<sup>9</sup> VNC au 30 juin 2010 = 2,4 € / action (valeur non auditée à ce stade)

2004	0,92 €	53%
2005	11,30 € <sup>10</sup>	657%
2006	7,33 € <sup>11</sup>	315%
2007	2,94 €	98%
2008	0,85 €	31%
2009	0,84 €	27%

Source : Société

#### 4.4.4 Transactions comparables

L'utilisation des multiples de transactions comparables a été écartée car il n'a pas été possible d'identifier des transactions suffisamment récentes portant sur des sociétés et dans des contextes présentant suffisamment de similitudes avec APRR et pour lesquelles l'information nécessaire soit disponible.

#### 4.5 SYNTHÈSE DES RESULTATS OBTENUS

Le prix offert dans le cadre de l'Offre (54,16 euros par action) se compare comme suit aux différents critères de valorisation retenus :

	Cours / Valeur milieu de fourchette (€/action)	Prime / (décote) induite par l'Offre (%)
<b>Flux de trésorerie futurs actualisés</b>		
- selon un CMPC variable	41,2 €	31,3 %
- selon un CMPC fixe	44,1 €	22,8 %
<b>Transaction récente sur le capital</b>		
Acquisition de 13,732% par Eiffarie (16 juin 2010) à 55,0 € par action coupon attaché (ou 54,16 € coupon détaché)	54,16 €	0,0%
<b>Cours de bourse – antérieurs au 17 juin 2010<sup>12</sup></b>		
Spot – 16 juin 2010	50,1 €	8,1%
Moyenne pondérée par les volumes - 1 mois	46,9 €	15,5%
Moyenne pondérée par les volumes - 3 mois	48,5 €	11,7%
Moyenne pondérée par les volumes - 6 mois	49,1 €	10,3%
Moyenne pondérée par les volumes - 12 mois	49,3 €	9,8%

<sup>10</sup> Dont prélèvement sur prime d'émission de 7,96 euros / action en 2005.

<sup>11</sup> Dont prélèvement sur prime d'émission de 3,48 euros / action en 2006.

<sup>12</sup> Ajustés du détachement du dividende mis en paiement le 30 juin 2010.

Plus haut sur 1 an (15 avril 2010)	56,3 €	(3,8)%
Plus bas sur 1 an (25 mai 2010)	44,9 €	20,5%
<b>Objectifs de cours des analystes</b>		
Moyenne au 16 juin 2010	51,2 €	5,9%
<i>Méthode présentée à titre indicatif</i>		
<b>Approche par les multiples boursiers</b>		
Multiple boursier - VE/EBE 2011	44,6 €	21,4%
Multiple boursier - VE/EBE 2012	41,9 €	29,3%

## 5. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

Le Conseil d'Administration d'APRR, réuni le 22 juin 2010, a désigné le cabinet Ricol Lasteyrie représenté par Madame Sonia Bonnet-Bernard, 2 avenue Hoche, 75008 Paris, en qualité d'expert indépendant conformément aux dispositions des articles 261-1 et suivants du Règlement Général de l'AMF.

L'expert indépendant a confirmé le caractère équitable du prix par action de 54,16 euros proposé dans le cadre de l'Offre et de l'indemnisation remise dans le cadre du Retrait Obligatoire.

### **L'intégralité de son rapport est reprise ci-dessous :**

Dans le cadre de l'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire (l'« Offre ») initiée par la société Eiffarie sur les actions ordinaires de la Société APRR, nous avons été chargés, en qualité d'expert indépendant désigné par le Conseil d'administration de la Société APRR le 22 juin 2010, d'apprécier le caractère équitable des conditions financières offertes par l'initiateur aux actionnaires de APRR.

Notre désignation a été effectuée en application de l'article 261-1 II du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers (AMF) dans la perspective du retrait obligatoire.

Le prix proposé aux actionnaires de la Société APRR s'établit à 54,16 euros par action.

Nous avons effectué nos diligences selon les dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF et de son instruction d'application n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante (elle-même complétée des recommandations de l'AMF en date du 28 septembre 2006, modifiées le 19 octobre 2006 et le 27 juillet 2010). Nos diligences sont décrites au point 3 et détaillées en annexe 5 ci-après.

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents et informations qui nous ont été transmis par la Société APRR, sans avoir la responsabilité de les valider.

Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas audité ni revu les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence.

## **5.1 PRESENTATION DE L'OPERATION**

### **5.1.1 Sociétés concernées par l'opération**

#### **5.1.1.1 Présentation de la société initiatrice**

La société initiatrice, Eiffarie, est une société par actions simplifiée au capital de 289 082 900 euros dont le siège social est situé 163 quai du Docteur Dervaux – 92600 Asnières-sur-Seine. Cette société est une filiale à 100% de la société Financière Eiffarie, société par action simplifiée au capital de 200 174 100 euros, dont le siège social est situé à la même adresse.

Financière Eiffarie est détenue à hauteur de 50% du capital plus une action par la société Eiffage, l'un des principaux groupes européens de construction et à hauteur de 50% du capital moins une action par la société Macquarie Autoroutes de France (ci-après dénommée « MAF »), filiale de fonds d'investissement<sup>13</sup> gérés par le groupe australien Macquarie.

A la date du dépôt de l'Offre, Eiffarie et Financière Eiffarie, agissant de concert avec les sociétés Eiffage, MQA, MARIL et MEIF (collectivement les « Concertistes ») vis-à-vis d'APRR détiennent 108 556 479 actions, représentant 96,035% du capital et des droits des votes d'APRR.

Eiffarie, qui détient avec Financière Eiffarie de concert avec les autres Concertistes, plus de 95% du capital et des droits de vote d'APRR, est, pour le compte des membres du concert, le seul initiateur de l'offre de retrait suivie d'un retrait obligatoire et offre d'acquérir l'intégralité des actions APRR non détenues par les membres du concert à la date du dépôt de l'Offre.

#### **5.1.1.2 Présentation de la Société objet de l'Offre**

APRR (ci-après dénommée « la Société ») est une société anonyme au capital de 33 911 446,80 euros divisé en 113 038 156 actions de 0,30 euro de valeur nominale dont le siège social est situé 36, rue du Docteur Schmitt – 21850 Saint-Apollinaire.

Préalablement à l'acquisition en juin 2010 par Eiffarie de titres de la Société, son capital était détenu à 81,48% par Eiffarie, 13,19% par trois fonds gérés par Elliott Management Corporation<sup>14</sup>, 0,83% par Eiffage, 0,54% par Castlerigg Master Investment, et à 3,96% par le public. La Société ne détient pas de titres d'autocontrôle.

Ses actions sont admises aux négociations sur le compartiment A du marché d'Euronext Paris (ISIN : FR 0006807004).

---

<sup>13</sup> Les fonds actionnaires de MAF à la date de rédaction du présent rapport sont : Macquarie Atlas Roads Limited (« MQA »), société de droit australien, Macquarie Atlas Roads International Limited (« MARIL »), société de droit bermudien, Macquarie European Infrastructure Fund L.P. et Macquarie European Infrastructure Fund II L.P. (ci-après dénommés « MEIF ») toutes deux sociétés de Guernesey.

<sup>14</sup> 10,49% par Cypress Holding, 1,62% par Elliott International LP, à 1,08% par The Liverpool Ltd Partnership

APRR est le quatrième groupe autoroutier en Europe. Il exploite 2 234 km d'autoroutes soit 26% du réseau français, au travers de trois contrats de concession : Autoroutes Paris-Rhin-Rhône (APRR), Autoroutes Rhône-Alpes (AREA) et Tunnel Maurice Lemaire. Le réseau APRR représente 82% du total et le réseau AREA 18%. Les contrats de concession APRR et AREA avec l'Etat s'achèvent en 2032. Le contrat de concession du Tunnel Maurice Lemaire prend fin en 2068<sup>15</sup>. Avec plus de 20 milliards de kilomètres parcourus en 2009, le groupe a réalisé un chiffre d'affaires de 1 860 M€ (hors construction) en hausse de 1,4% par rapport à 2008, une marge d'EBITDA de 68% et un résultat net de 349 M€ en progression de 12,1%. Au 1er semestre 2010, le chiffre d'affaires hors construction a progressé de 5,1%.

### 5.1.2 Contexte et termes de l'Offre

Le consortium Eiffage / Macquarie a été choisi en décembre 2005 dans le cadre de la privatisation d'APRR et a acquis les participations cédées par l'Etat et Autoroutes de France (soit 70,2% du capital) au prix de 61 euros par action. Une procédure de garantie de cours avait alors été mise en place, à l'issue de laquelle Eiffarie (structure commune mise en place par Eiffage et Macquarie) détenait 81,48% du capital.

Le 16 juin 2010, Eiffarie a conclu deux contrats d'achat d'actions, l'un avec les trois fonds gérés par Elliott Management Corporation cités plus haut et l'autre avec Castlerigg Master Investments, Ltd, fonds géré par Sandell Asset Management Corporation, portant sur l'acquisition de 15 522 702 actions d'APRR (le « Bloc ») représentant 13,732 % du capital, pour un prix de 55 euros par action (coupon du dividende 2009 de 0,84 euro attaché). Ces opérations se sont réalisées hors marché le 23 juin 2010.

A la suite de cette acquisition, Eiffarie et Financière Eiffarie détiennent, de concert avec Eiffage, 96,035% du capital et des droits de vote de la Société soit 108 556 479 actions et droits de vote.

Souhaitant acquérir le solde du capital de APRR, l'Initiateur va déposer auprès de l'AMF une offre de retrait qui sera immédiatement suivie d'un retrait obligatoire, les actionnaires minoritaires détenant à ce jour ensemble moins de 5% du capital et des droits de vote de la Société.

La note d'information mentionne (§ 1.2) que la mise en œuvre de l'Offre et du Retrait Obligatoire s'inscrit :

- « dans une logique de poursuite et de développement de l'activité opérationnelle de la Société et l'Initiateur n'entend modifier ni la stratégie, ni la politique industrielle, commerciale et financière de la Société ».

## 5.2 DECLARATION D'INDEPENDANCE

Le cabinet Ricol Lasteyrie n'entretient aucun lien juridique ou en capital avec les sociétés concernées par l'offre publique ou leurs conseils et ne détient aucun intérêt financier dans la réussite de l'Offre, ni aucune créance ou dette sur l'une des sociétés concernées par l'Offre ou toute personne contrôlée par ces sociétés au sens de l'article L.233-3 du Code de commerce.

---

<sup>15</sup> Allongement entériné par la loi n°2009-1503 du 8 décembre 2009

Ricol Lasteyrie ne se trouve pas en situation de conflit d'intérêts avec les sociétés concernées par l'Offre et leurs conseils, notamment au sens des articles 1.1 à 1.4 de l'instruction AMF n°2006-08 du 25 juillet 2006 relative à l'expertise indépendante.

Ricol Lasteyrie n'est pas intervenu de manière répétée avec l'établissement présentateur, Société Générale (cf annexe 2).

Ricol Lasteyrie atteste de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui, avec les personnes concernées par le projet d'Offre et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement dans le cadre de la présente mission.

### **5.3 DILIGENCES EFFECTUEES**

Nos diligences ont principalement consisté à :

- mettre en œuvre une approche multicritère de valorisation de la Société APRR ;
- analyser les contrats d'acquisition de titres APRR auprès des fonds mentionnés ci-dessus ;
- analyser les éléments d'appréciation du prix de l'Offre mentionnés dans la note d'information.

Dans le cadre de notre mission, nous avons pris connaissance d'un ensemble d'informations comptables et financières (comptes, documents de référence, communiqués...) publiées par la Société au titre de l'exercice clos au 31 décembre 2009. En particulier, nous avons vérifié que les comptes consolidés au 31 décembre 2009 de la Société avaient fait l'objet d'une certification sans réserve par les commissaires aux comptes.

Nous avons effectué des diligences sur la documentation juridique mise à notre disposition, dans la stricte limite et à la seule fin de collecter les informations utiles à notre mission.

Nous nous sommes entretenus à différentes reprises avec les dirigeants de la cible et ses conseils ainsi qu'avec les conseils juridiques et financiers de l'initiateur tant pour appréhender le contexte de l'Offre que pour comprendre les perspectives d'activité et les prévisions financières qui en découlent. Ces échanges ont principalement porté sur :

- la compréhension de l'origine de la Société, de son évolution et de son activité ;
- la compréhension des données financières prévisionnelles, leur processus d'établissement et les principales hypothèses sous-jacentes ;
- les perspectives du groupe à moyen et long terme.

Nous avons apprécié le caractère raisonnable des principales hypothèses économiques retenues par la direction et sur lesquelles se basent les informations financières prévisionnelles.

Concernant les méthodes d'évaluation analogiques et boursière, nous avons étudié les informations publiques disponibles sur les sociétés et transactions comparables à partir de nos bases de données.

L'opération intervenant suite à deux transactions sur le capital de la Société APRR, nous avons analysé les conventions d'acquisition signées entre les fonds cédants et la société Eiffarie en date du 16 juin 2010.

Enfin, nous avons pris connaissance des travaux de la Société Générale (ci-après « SG »), banque présentatrice de l'Offre, tels que présentés dans le rapport d'appréciation du prix offert et résumés

dans le projet de note d'information conjointe. Nous avons, dans ce cadre, discuté avec les représentants de la banque présentatrice à plusieurs reprises.

Le détail de nos diligences est présenté en annexe 5 ci-après.

#### **5.4 EVALUATION DES ACTIONS DE LA SOCIETE APRR**

Conformément aux dispositions de l'article 262-1 du règlement général de l'AMF, nous avons procédé à notre propre évaluation de la Société. Il convient à ce titre de préciser que les travaux d'évaluation de la banque présentatrice présentés dans la note d'information nous ont été communiqués en cours de mission.

##### **5.4.1 Méthodes d'évaluation écartées**

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

###### ***Actif net comptable consolidé***

Cette méthode ne nous paraît pas pertinente dans la mesure où la valeur des actifs incorporels du groupe n'est reflétée ni au bilan individuel, ni au bilan consolidé de la Société APRR.

Pour mémoire, l'actif net comptable consolidé (part du groupe) s'établit à 220,5 millions d'euros au 31 décembre 2009 pour 113 millions d'actions en circulation, soit une valeur par action égale à 2,0 euros.

###### ***Actif net réévalué***

La méthode de l'actif net réévalué consiste à valoriser les fonds propres d'une société à partir de la valeur de marché de ses actifs et de ses passifs.

Cette méthode nous paraît peu adaptée s'agissant d'une société gérant un réseau autoroutier, dont les actifs sont principalement des immobilisations incorporelles du domaine concédé. Ce type d'actif est plus correctement valorisé par l'approche des flux futurs actualisés mise en œuvre par ailleurs.

###### ***Actualisation des dividendes***

L'approche de valorisation par l'actualisation des dividendes consiste à évaluer la société sur la base des flux de dividendes qui seront versés dans le futur aux actionnaires.

Nous n'avons pas retenu cette méthode car le taux de distribution des dividendes a fortement varié sur la période récente. Par ailleurs, nous considérons que la valeur de la Société est mieux reflétée par l'actualisation des flux de trésorerie disponibles.

###### ***Méthode des transactions comparables***

La méthode des transactions comparables repose sur l'analyse des multiples extériorisés lors d'opérations de rachat d'entreprises intervenues dans le secteur d'activité de l'entité évaluée. Cette approche est limitée par la difficulté à disposer d'une information complète sur les sociétés cibles et les conditions des transactions.

Nous n'avons pas identifié de transaction intervenue récemment sur des sociétés présentant suffisamment de similitudes avec APRR et pour lesquelles nous disposions de l'information nécessaire.

Nous n'avons en conséquence pas retenu cette méthode.

#### **5.4.2 Méthodes d'évaluation retenues à titre principal**

Pour valoriser la Société, nous avons mis en œuvre une approche multicritère qui comprend les méthodes d'évaluation et références suivantes :

A titre principal :

- une approche intrinsèque : la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie prévisionnels ;
- l'analyse des transactions récentes sur le capital de la Société ;
- l'analyse du cours de bourse.

A titre indicatif, nous avons également étudié la référence aux sociétés cotées du secteur.

##### ***Nombre de titres de référence***

Nos travaux de valorisation sont réalisés sur la base du nombre d'actions existant, soit 113 038 156 actions.

Il n'existe pas d'instrument dilutif (stock-options ou actions gratuites), ni d'actions auto-détenues.

##### ***Éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres***

L'ajustement permettant le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres correspond à une dette nette de 6 463,3 millions d'euros et intègre les principaux éléments suivants :

- la dette nette consolidée au 30 juin 2010 s'élevant à 6 550,9 millions d'euros hors instruments dérivés passifs ; le montant de cette dette nous a été confirmé par la Société dans l'attente de la publication des comptes consolidés complets ;
- la valeur des participations dans les entreprises associées pour un montant de 30,2 millions d'euros (au 30 juin 2010) ;
- la valeur des autres participations non cotées, soit 57,5 millions d'euros (au 30 juin 2010) ;
- la valeur des intérêts minoritaires, soit 0,1 million d'euros (au 30 juin 2010).

La valeur de marché de la dette nette au 30 juin 2010 est estimée par la Société à 7 407 millions d'euros. La prise en compte de cette valeur en lieu et place de la valeur comptable aurait un impact négatif sur la valeur par action.

##### **5.4.2.1 Référence aux transactions récentes intervenues sur le capital de la Société APRR**

Ainsi que décrit ci-dessus, en date du 16 juin 2010, Eiffarie, a passé deux accords avec les fonds gérés par Elliott Management Corporation, d'une part, et les fonds gérés par Sandell Asset Management Corp, d'autre part, en vue d'acquérir les actions APRR qu'ils détenaient à cette date.

Les transactions ont porté sur 13,73% du capital d'APRR, pour un montant total de 854 millions d'euros, soit 55 euros par action coupon attaché (un dividende de 0,84 euro a été mis en paiement le 30 juin 2010).

Nous avons revu les contrats d'acquisition (« share purchase agreement ») signés le 16 juin 2010 qui comportent les dispositions et garanties d'usage dans ce type de transaction et n'appellent pas de commentaire particulier. Nous n'avons eu connaissance d'aucune disposition pouvant s'apparenter à une clause de complément de prix.

Les fonds cédants, présents depuis 2006 (en ce qui concerne les fonds gérés par Elliott Management Corporation) au capital de la Société, sont des investisseurs qualifiés et possédant une connaissance approfondie de la Société et du contexte de l'opération.

Il nous apparaît dès lors que le prix ressortant des transactions réalisées par Eiffarie en juin 2010 (près de 14% acquis), soit 55 euros par action APRR (coupon de 0,84 euro attaché), constitue une référence pertinente pour apprécier le caractère équitable du prix offert dans le cadre de l'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire.

#### **5.4.2.2 Référence au cours de bourse**

Les titres de la Société APRR ont été cotés le 24 novembre 2004 sur le marché de la place de Paris à un prix de 40,5 euros par action. Le titre APRR est aujourd'hui coté sur Eurolist compartiment A d'Euronext Paris (code ISIN FR 0006807004).

Au 31 décembre 2009, le capital d'APRR était détenu à hauteur de 93,49% par Eiffarie, d'une part, et les fonds gérés par Elliott Management Corporation agissant de concert, d'autre part, le flottant s'élevait ainsi à 6,51%.

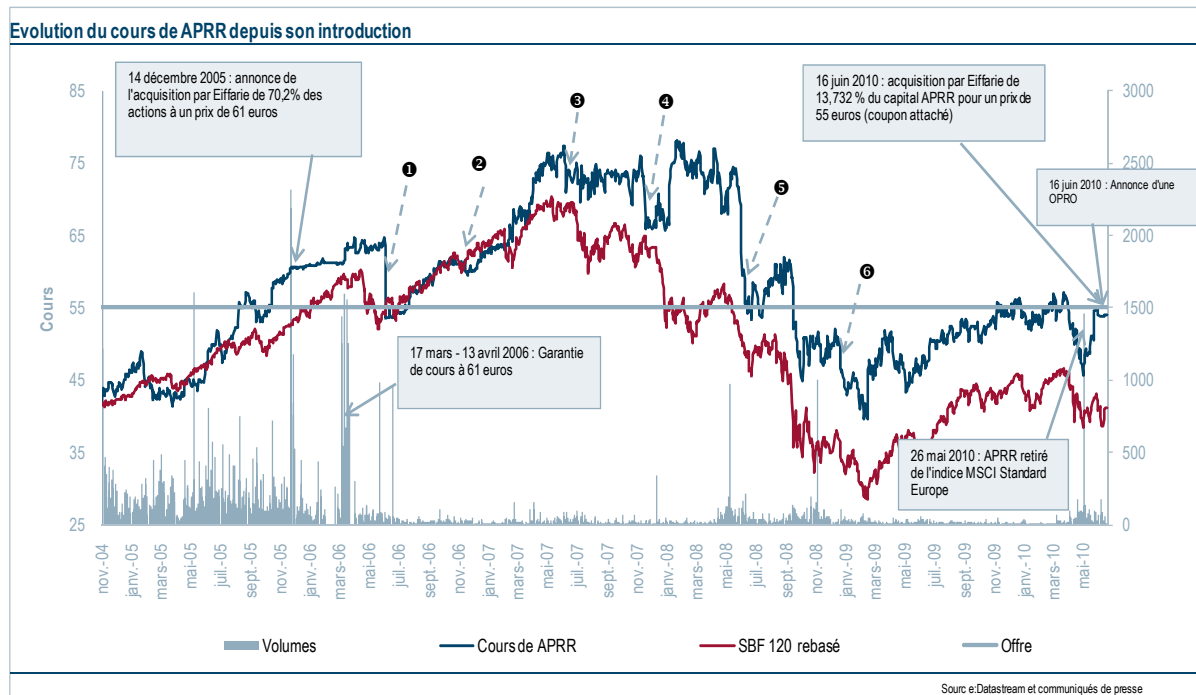
Le nombre total d'actions échangées sur les 12 derniers mois au 16 juin 2010<sup>16</sup> s'élève à 5 437 milliers d'actions. Ce nombre n'intègre pas la séance du 26 mai 2010 durant laquelle plus de 1,4 million d'actions d'APRR ont été échangées en raison de la sortie du titre de l'indice MSCI Standard Europe qui a conduit les fonds indiciels à solder leurs positions. Rapporté au nombre d'actions en circulation, il fait ressortir un taux de rotation de 4,8% du capital et 73,9% du flottant.

Dans le contexte d'un retrait obligatoire, le cours de bourse nous semble constituer un indicateur pertinent pour les actionnaires minoritaires.

Les graphiques suivants montrent l'évolution du cours de bourse du titre APRR, depuis son introduction en bourse, comparé à l'indice de référence (SBF 120, rebasé) sur la même période et sur les deux dernières années.

---

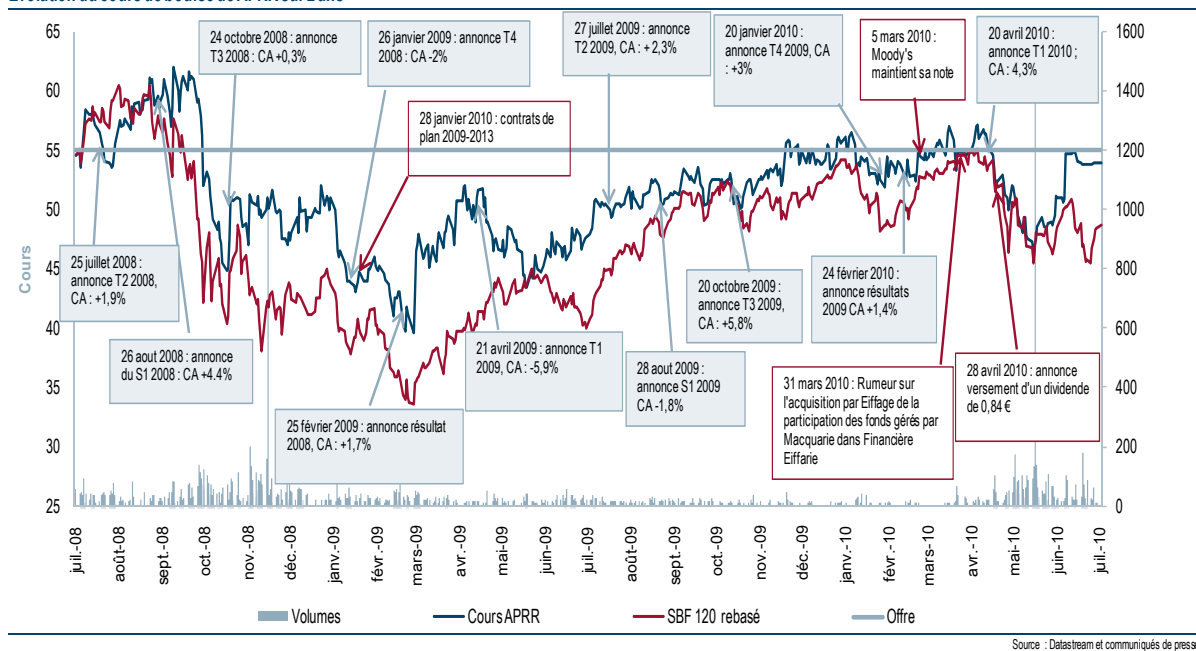
<sup>16</sup> Dernier jour de cotation avant l'annonce de l'opération



- 1 : 28 juin 2006 : distribution de dividendes de 1,72 € par action ainsi qu'un dividende exceptionnel de 9,58 € (communiqué du 18 avril 2006)
- 2 : 8 décembre 2006 : acompte sur dividendes au titre de l'exercice 2006 de 2,59 € par action (communiqué du 7 décembre 2006)
- 3 : 29 juin 2007 : distribution du solde de dividendes au titre de l'exercice 2006 de 1,26 € par action et d'un dividende exceptionnel de 1,20 € (AG du 26 juin 2007)
- 4 : 14 décembre 2007 : distribution d'un dividende exceptionnel de 2,28 € par action et d'un acompte sur dividendes relatif à l'exercice 2007 de 1,03 € (communiqué du 5 décembre 2007)
- 5 : 27 juin 2008 : distribution du solde du dividende dû au titre de l'exercice 2007 de 1,91 € par action (AG du 20/06/2008)
- 6 : 29 décembre 2008 : distribution d'un acompte sur dividendes au titre de l'exercice 2008 de 0,85 € par action (PV CA du 17/12/2008)

Depuis l'entrée d'Eiffarie au capital, le groupe a mené une politique de distribution de dividendes active. Le montant cumulé des dividendes distribué entre février 2006 et le 16 juin 2010 est de 22,42 euros par action. Au titre de 2009, APRR a annoncé la distribution d'un dividende de 0,84 euro par action qui a été payé le 30 juin 2010.

## Evolution du cours de bourse de APRR sur 2 ans



Sur les deux dernières années, le titre APRR est resté globalement corrélé à son marché de référence. Sur les douze derniers mois, le cours a atteint au plus haut 57,15 euros (le 15 avril 2010) et au plus bas 45,63 euros (le 25 mai 2010).

### *Analyse des primes implicites de l'offre par rapport aux cours de bourse historiques avant l'annonce de l'opération*

Nous retenons comme date de référence pour notre analyse les cours au 16 juin 2010, veille de l'annonce du rachat d'un bloc de 13,73% d'APRR par Eiffage et du lancement d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire :

Cours au 16/06/10	En euros	Prime
Spot	50,86	6,5%
Moyen pondéré 1 mois	47,67	13,6%
Moyen pondéré 3 mois	49,24	10,0%
Moyen pondéré 6 mois	49,86	8,6%
Moyen pondéré 12 mois	50,09	8,1%
Plus haut 12 mois	57,15	-5,2%
Plus bas 12 mois	45,63	18,7%

Source : Datastream

Le prix d'offre présente une prime de 6,5% par rapport au cours spot du 16 juin et des primes de 8,1% à 13,6% par rapport aux cours moyens pondérés par les volumes 1 mois à 12 mois.

Le premier jour de cotation suivant l'annonce de l'opération (17 juin 2010), le cours d'APRR a augmenté de 7,55% à 54,7 euros, soit un montant très proche du prix de l'offre coupon attaché.

Entre le 17 juin et le 26 juillet 2010, un total de 1 034 milliers d'actions a été échangé sur le marché, soit 0,92% du capital, sur la base d'un prix moyen pondéré de 54,62 euros entre le 17 juin

et le 24 juin 2010 (date de détachement du coupon) et de 53,83 euros entre le 25 juin et le 26 juillet 2010.

Le 30 juin 2010, le dividende a été payé, soit 0,84 euro par action.

Depuis cette date, et jusqu'au 26 juillet 2010, le cours n'a, à aucun moment, dépassé le prix de l'offre, soit 54,16 euros par action (coupon détaché).

### ***Analyses des objectifs de cours des analystes financiers***

Le titre APRR est peu suivi par les analystes.

Ne disposant que d'une note récente antérieure à l'annonce de l'opération<sup>17</sup>, nous n'avons pas retenu cette référence.

### **5.4.2.3 Actualisation des flux de trésorerie prévisionnels**

Cette méthode consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'une entreprise par l'actualisation des flux financiers issus de son plan d'affaires à un taux qui reflète l'exigence de rentabilité du marché vis-à-vis de l'entreprise.

Dans le cas d'APRR, s'agissant d'une concession à l'issue de laquelle l'ensemble des actifs est restitué pour une valeur nulle par le concessionnaire au concédant, la valeur terminale à l'expiration du délai de la concession, soit en 2032, est nulle. Nous notons cependant qu'une valeur résiduelle est estimée par APRR sur deux concessions (Adelac<sup>18</sup> et Tunnel Maurice Lemaire) dont les termes sont postérieurs à ceux de la concession principale.

#### **5.4.2.3.1 Hypothèses retenues au titre du plan d'affaires**

Nous avons mené nos travaux sur la base du plan d'affaires de la Société établi sous forme consolidée (APRR et AREA). Ce plan d'affaires a été établi par le management de la Société et validé par les actionnaires d'Eiffarie ; il a été discuté avec l'autorité de tutelle et est annexé au contrat de plan négocié avec l'Etat pour la période 2009-2013.

Le plan d'affaires inclut les effets du contrat de plan signé en décembre 2009 pour la période 2009-2013. Il ne prend pas en compte d'hypothèses sur les contrats de plan qui seront éventuellement signés ultérieurement.

Les prévisions de revenus se décomposent en évolution du trafic et évolution des tarifs :

- L'évolution du trafic montre un rebond significatif en 2010 (+3,1%) ; cette hypothèse est étayée par les résultats obtenus sur les 6 premiers mois de l'exercice<sup>19</sup>. La progression attendue ensuite est plus modérée, à 0,2% en 2011 suivie de 0,6% en 2012 et 2013. Au-delà, la croissance attendue jusqu'à la fin de la concession est estimée à 1% par an. Le rythme est inférieur à celui observé sur les 10 dernières années (2,1% par an) essentiellement du fait de la moindre croissance du réseau.

---

<sup>17</sup> Note Natixis du 10 mai 2010 présentant un objectif de cours de 48 euros

<sup>18</sup> Adelac est une société détenue à 49,9% par AREA. Elle a reçu en concession les 19 km de l'autoroute A41 nord entre Annecy et Genève, exploités par AREA. La concession Adelac prend fin le 31 décembre 2060.

<sup>19</sup> APPR a publié le 20 juillet un chiffre d'affaires au 30 juin 2010 de 931 M€ (hors construction) en progression de 5,1%. La croissance du trafic ressort à 3,1% (2,6% pour les véhicules légers et 5,8% pour les poids lourds).

Le développement des modes de transport alternatifs et les contraintes environnementales ont également été pris en compte.

- L'évolution des tarifs pour la période 2010 à 2013 a été négociée dans le cadre du contrat de plan, elle est fondée pour 2010 sur une hausse tarifaire de 0,5% et sur une formule d'indexation qui s'établit à  $0,85 \times \text{inflation} + 0,5\%$  pour 2011 à 2013. Au-delà, l'indexation est celle prévue dans le contrat de concession soit 70% de l'inflation. Ce calcul s'applique au tarif Classe 1, les tarifs des autres classes étant calculé par l'application de multiplicateurs qui restent inchangés sur l'horizon de prévision. Le pourcentage de clients abonnés et le taux de remise lié aux abonnements sont également maintenus inchangés.
- La croissance du chiffre d'affaires qui découle de ces évolutions ressort à 4,8% pour 2010 et à 2,4% en moyenne sur la période 2010-2032.

Les dépenses d'exploitation évoluent en fonction de l'inflation prévue et de l'évolution du trafic (dépenses d'énergie) ou de la taille du réseau (dépenses de maintenance). L'hypothèse de taux d'inflation retenue sur la durée du plan est de 1,8% par an. L'évolution des coûts de personnel dépend de l'évolution des effectifs et de l'inflation salariale. Des baisses d'effectifs sont attendues en 2010 (-1,2%) 2011 (-2,0%) et 2012 (-2,1%). L'inflation salariale retenue est de 3,6% par an, légèrement supérieure au rythme récent (3,4% en 2008 et 2,9% en 2009).

Compte tenu de ces hypothèses d'évolution des charges d'exploitation, l'EBITDA devrait être en progression de 5,4% en 2010 soit une marge de 68,4% (68,0% en 2009). La croissance des charges d'exploitation supérieure à celle du chiffre d'affaires sur la durée du plan d'affaires entraîne une dégradation de la marge d'EBITDA qui ressort à 66,6% en 2032.

Le nouveau contrat de plan signé fin 2009 pour la période 2009-2013 prévoit un montant d'investissement cumulé (en valeur courante) estimé à 551 M€, qui sera engagé sur une période dépassant 2013. Les investissements totaux intègrent par ailleurs :

- une partie résiduelle des investissements liés au contrat de plan précédent ;
- la partie des investissements liée au contrat de concession initial, constituée majoritairement des investissements en immobilisations renouvelables (dont 43% pour l'entretien de la couche de roulement).

En 2010, les investissements totaux atteignent ainsi 455 M€.

Nous avons pris en considération les valeurs résiduelles estimées par APRR pour les concessions dont les termes ne seront pas atteints en 2032 : 127 M€ pour Adelaç et 164 M€ pour Tunnel Maurice Lemaire.

Le besoin en fonds de roulement est négatif et représente 11% du chiffre d'affaires en 2010. Sur la durée du plan, le ratio moyen est de 9%.

#### **5.4.2.3.2 Travaux de valorisation**

##### ***Coût moyen pondéré du capital***

Le coût moyen pondéré du capital a été estimé sur la base :

- d'une structure de financement endettée à hauteur de 38% (gearing de 60%), correspondant à la structure financière moyenne sur la durée du plan d'affaires ;

- d'un bêta de 0,48 désendetté (0,67 en réendetté) déterminé sur la base de la moyenne des bêtas de notre échantillon de sociétés comparables cotées (source : Datastream)<sup>20</sup> ;
- d'une prime de risque de 5,70 % (Associés en Finance, juin 2010) ;
- d'un taux sans risque, calculé par différence entre le rendement espéré du marché<sup>21</sup> (Associés en Finance juin 2010) et la prime de risque ci-dessus, qui ressort à 4,56 % ;
- d'un coût de la dette de 5,5 % avant impôt correspondant au coût moyen de la dette sur la période du plan d'affaires (calcul effectué sur la base d'une moyenne pondérée).

Le taux d'actualisation ressort ainsi à 6,59 %.

Les flux financiers ont été actualisés à mi-année, à compter du 1<sup>er</sup> juillet 2010.

### *Calculs de valorisation*

Sur ces bases, la valeur d'entreprise globale s'établit à 11 797 millions d'euros et la valeur des fonds propres à 5 333 millions d'euros soit 47,2 euros par action.

Les sensibilités à une variation de :

- +/- 0,25 point de taux d'actualisation,
  - +/- 0,25 point de croissance du trafic, de taux d'inflation et +/- 0,5 point d'inflation salariale
- sont présentées ci-après. Les valeurs par action en euros ainsi obtenues sont les suivantes :

Sensibilité à la croissance du trafic 2013-2032						Sensibilité à l'inflation salariale 2010-2032						Sensibilité à l'inflation 2013-2032								
Taux d'actualisation						Taux d'actualisation						Taux d'actualisation								
6,09% 6,34% 6,59% 6,84% 7,09%						6,09% 6,34% 6,59% 6,84% 7,09%						6,09% 6,34% 6,59% 6,84% 7,09%								
Croissance du trafic	0,50%	47,28	44,86	42,53	40,27	38,09	Inflation salariale	4,60%	49,85	47,33	44,90	42,56	40,30	Inflation	1,30%	50,06	47,55	45,12	42,78	40,52
	0,75%	49,74	47,24	44,82	42,48	40,23		4,10%	51,10	48,54	46,08	43,70	41,39		1,55%	51,17	48,61	46,15	43,77	41,47
	1,00%	52,28	49,68	47,18	44,76	42,43		3,60%	52,28	49,68	47,18	44,76	42,43		1,80%	52,28	49,68	47,18	44,76	42,43
	1,25%	54,89	52,20	49,61	47,11	44,69		3,10%	53,38	50,75	48,21	45,76	43,40		2,05%	53,40	50,76	48,22	45,76	43,39
	1,50%	57,58	54,80	52,11	49,52	47,02		2,60%	54,42	51,76	49,19	46,70	44,31		2,30%	54,52	51,84	49,26	46,76	44,36

Selon cette méthode, la valeur par action de la Société APRR ressort dans une fourchette de 44,8 euros à 49,7 euros, avec une valeur centrale à 47,2 euros par action.

Le prix proposé offre une prime de 14,8% par rapport à la valeur centrale, et de 9,0% et 21,0% par rapport aux valeurs haute et basse résultant de l'analyse des flux futurs actualisés.

### *Méthode alternative*

Compte tenu de la visibilité des prévisions sur l'ensemble des flux et des composantes du résultat, disponibles de façon détaillée sur toute la durée du plan d'affaires, nous avons également effectué une approche par actualisation des flux disponibles après service de la dette.

Les différences par rapport à la méthode principale sont les suivantes :

- Prise en compte dans les flux des intérêts payés (nets d'impôts), des remboursements de dette et des flux de dette nouvelle ;
- Actualisation au coût des fonds propres. Le coût des fonds propres intègre le risque lié à la structure financière de la Société (par le biais du ré-endettement du bêta), nous avons donc fait varier le bêta en fonction de l'évolution du gearing. Le coût des fonds propres passe de 9,4% en

<sup>20</sup> Abertis, Atlantia et Brisa cf 4.3

<sup>21</sup> E(Rm) selon les données Associés en Finance

début de période (gearing de 116% calculé sur la valeur de marché des fonds propres) à 7,3% en fin de période (la Société étant totalement désendettée).

Cette méthode aboutit à un plafond en termes de valorisation d'APRR, en ce qu'elle prend pour hypothèse une distribution immédiate aux actionnaires de l'intégralité des flux disponibles.

Sur ces bases, la valeur des fonds propres s'établit à 6 036 millions d'euros, soit 53,4 euros par action.

Les sensibilités à une variation de :

- +/- 0,025 point de bêta désendetté,
- +/- 0,25 point de croissance du trafic, de taux d'inflation et +/- 0,5 point d'inflation salariale sont présentées ci-après. Les valeurs par action en euros ainsi obtenues sont les suivantes :

Sensibilité à la croissance du trafic 2013-2032						Sensibilité à l'inflation salariale 2010-2032						Sensibilité à l'inflation 2013-2032								
						Bêta désendetté						Bêta désendetté								
						0,43 0,46 0,48 0,51 0,53						0,43 0,46 0,48 0,51 0,53								
Croissance du trafic	0,50%	51,10	50,26	49,44	48,63	47,84	Inflation salariale	4,60%	53,22	52,33	51,45	50,60	49,76	Inflation	1,30%	53,49	52,60	51,72	50,86	50,03
	0,75%	53,15	52,26	51,39	50,54	49,71		4,10%	54,27	53,35	52,46	51,58	50,72		1,55%	54,37	53,45	52,56	51,68	50,82
	1,00%	55,26	54,32	53,40	52,50	51,62		3,60%	55,26	54,32	53,40	52,50	51,62		1,80%	55,26	54,32	53,40	52,50	51,62
	1,25%	57,43	56,44	55,47	54,52	53,60		3,10%	56,19	55,22	54,29	53,37	52,47		2,05%	56,15	55,19	54,25	53,33	52,43
	1,50%	59,67	58,63	57,61	56,61	55,64		2,60%	57,06	56,08	55,12	54,18	53,27		2,30%	57,05	56,06	55,10	54,16	53,24

Selon cette méthode, la valeur par action de la Société APRR ressort dans une fourchette de 51,4 euros à 55,5 euros, avec une valeur centrale à 53,4 euros par action.

Le prix proposé offre une prime de 1,4% par rapport à la valeur centrale et de 5,4% par rapport à la valeur basse et présente une décote de 2,4% par rapport à la valeur haute résultant de l'analyse des flux futurs, après service de la dette, actualisés.

### 5.4.3 Méthode des comparables boursiers présentée à titre indicatif

La méthode des comparables boursiers consiste à déterminer la valeur d'une société par application de multiples observés sur d'autres sociétés cotées du même secteur d'activité aux agrégats jugés pertinents.

Des sociétés cotées peuvent être considérées comme étant comparables dès lors qu'elles présentent de réelles similitudes avec la société analysée en termes de :

- domaine d'activité ;
- taille (chiffre d'affaires ou capitalisation boursière, part de marché) ;
- niveau et structure des marges ;
- perspectives de croissance de chiffres d'affaires et de marges.

Au cas présent, il n'existe pas de société cotée parfaitement comparable à APRR en France, les autres sociétés autoroutières françaises ayant été retirées de la cote en 2006. A l'international, les sociétés cotées présentent des disparités significatives, en termes de durée restante de concession, de maturité du réseau ou de position dans le cycle d'investissements. Ces différences peuvent entraîner des écarts importants en termes de ratios de valorisation.

Nous avons cependant, à titre indicatif, retenu un échantillon de 3 sociétés européennes : Abertis, Atlantia et Brisa, qui réalisent plus des trois quarts de leur chiffre d'affaires dans la concession d'autoroutes et qui réalisent des marges proches de celles d'APRR.

Nous nous sommes assurés de la comparabilité de ces sociétés, de la liquidité de leurs titres et avons vérifié qu'aucun élément susceptible d'altérer significativement leur valorisation (cession d'une activité, sociétés visées par une offre...) n'était intervenu.

Sociétés	Pays	Devise	MV	VE	CA 2009	CAGR 2010e-2012e	% d'EBITDA / CA			Date* fin concession	Nb km exploités
							2009	2010e	2011e		
Atlantia	Italie	E	9 160,5	19 122,7	3 611,0	5,3%	61,0%	60,1%	60,7%	2034	4 330
Brisa	Portugal	E	3 020,4	5 053,9	677,0	2,7%	71,2%	71,8%	72,5%	2034	1 705
Abertis	Espagne	E	10 050,9	22 268,7	3 934,9	3,6%	61,8%	62,1%	62,6%	2025	3 527
<b>APRR **</b>	<b>France</b>	<b>E</b>			<b>1 860,0</b>	<b>2,9%</b>	<b>68,0%</b>	<b>68,4%</b>	<b>68,4%</b>	<b>2032</b>	<b>2 234</b>

\* moyenne pondérée

\*\* pour APRR, chiffres issus du plan d'affaires, CA 2009 hors constructions

Sources : datastream pour le cours spot au 26/07/2010, IBES pour les prévisions, rapports annuels des sociétés

La valeur d'entreprise (VE) est fondée sur la capitalisation boursière augmentée du dernier endettement net disponible, des provisions présentant un caractère de dette et des intérêts minoritaires et diminuée des actifs financiers ainsi que du montant des reports fiscaux déficitaires inscrits à l'actif.

Pour la capitalisation boursière, nous avons retenu le cours spot au 26 juillet 2010. Nous nous sommes assurés que la prise en compte de cours moyens pondérés par les volumes sur 1 mois ne remettait pas en cause le prix offert.

Dans le cadre de la présente évaluation, nous avons privilégié les multiples de valeur d'entreprise rapportée à l'Ebitda qui permettent une bonne comparabilité des résultats dans la mesure où ils ne tiennent compte que des résultats générés par l'activité de la société, indépendamment de la politique d'investissement et de financement du groupe.

En revanche, nous n'avons pas retenu les multiples de chiffre d'affaires, qui ne prennent pas en compte la rentabilité de la société à évaluer, d'EBIT, qui sont dépendants de la politique d'amortissement, ni de résultat net qui introduisent un biais lié à la structure financière.

Le tableau ci-après synthétise les multiples de référence moyens :

	VE/EBITDA		
	2010e	2011e	2012e
Atlantia	8,2 x	7,8 x	7,3 x
Brisa	10,3 x	9,9 x	9,4 x
Abertis	9,1 x	8,7 x	8,3 x
<b>Moyenne échantillon</b>	<b>9,2 x</b>	<b>8,8 x</b>	<b>8,3 x</b>

### ***Valeurs obtenues par application des multiples de comparables boursiers***

Nous avons privilégié la référence à la moyenne ressortant de l'échantillon. Sur cette base, l'application des multiples d'Ebitda conduit à une valeur d'entreprise comprise entre 11,6 milliards d'euros et 12,3 milliards d'euros et un prix par action compris entre 45,4 euros et 51,6 euros.

Sur la base des capitalisations boursières au 26 juillet 2010 des sociétés comparables, le prix de l'Offre fait ainsi ressortir une prime comprise entre 5,0% et 19,3% sur la fourchette de valeurs issues de cette méthode.

A titre d'information, la valeur par action que nous obtenons en utilisant les capitalisations boursières moyennes sur 1 mois des sociétés comparables, ressort dans une fourchette de 45,1 euros à 51,2 euros par action.

## **5.5 ANALYSE DES ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX MENTIONNES DANS LA NOTE D'INFORMATION**

Nous avons étudié les éléments d'appréciation du prix figurant dans la note d'information qui appellent les commentaires ci-après

### **5.5.1 Présentation des méthodes écartées et retenues**

#### ***Méthodes d'évaluation écartées***

- Actif net comptable et actif net réévalué
- Transactions comparables
- Actualisation des dividendes

#### ***Méthodes d'évaluation retenues***

- Actualisation des flux de trésorerie disponibles
- Transactions récentes sur le capital d'APRR
- Analyse du cours de bourse
- Objectifs de cours des analystes
- Méthode analogique à titre indicatif : comparables boursiers

#### ***Passage valeur d'entreprise / valeur des fonds propres***

Les retraitements opérés par la banque présentatrice (dette nette ajustée de 6 612 M€) diffèrent des nôtres (dette nette ajustée de 6 463 M€) s'agissant en particulier :

- de la provision pour indemnité de départ à la retraite prise en compte en dette par la banque mais en BFR dans le cadre de nos travaux ;
- des instruments dérivés passifs traités en dettes par la banque présentatrice.

### **5.5.2 Méthodes d'évaluation écartées**

Nous n'avons pas de divergence d'appréciation sur le fait d'avoir écarté les références à l'actif net, comptable ou réévalué, à la méthode des transactions comparables ou à l'actualisation des dividendes.

### 5.5.3 Méthodes d'évaluation retenues

#### 5.5.3.1 Actualisation des flux de trésorerie prévisionnels

Pour le calcul sur la base d'un taux d'actualisation fixe, la banque présentatrice a basé ses calculs sur un taux d'actualisation de 6,8%. Les principales divergences proviennent :

- de différences de source pour les hypothèses de taux sans risque et de prime de risque (Bloomberg et source interne pour la banque présentatrice, nous avons retenu les données Associés en Finance) ;
- de l'hypothèse retenue pour le coût de la dette (5% pour la banque présentatrice correspondant au coût actuel de la dette, nous avons retenu 5,5% correspondant au coût moyen de la dette sur la durée du plan d'affaires) ;
- du gearing retenu (69% pour la banque présentatrice correspondant à la valeur moyenne de la dette rapportée à la valeur des capitaux propres issue de l'actualisation de flux, nous avons retenu 60% correspondant au gearing moyen sur la durée du plan d'affaires).

La banque présentatrice obtient une valeur centrale de 44,1 euros et réalise une sensibilité au taux d'actualisation. Les valeurs ainsi obtenues sont comprises entre 40,7 euros et 47,7 euros par action. Nos calculs conduisent à une fourchette de valeurs comprise entre 44,8 euros et 49,7 euros.

Pour le calcul sur la base d'un taux d'actualisation variable, la banque présentatrice a actualisé les flux avant service de la dette (alors que nous avons procédé à l'actualisation des flux après service de la dette). Le taux d'actualisation retenu par la banque correspond donc à un coût pondéré recalculé chaque année en fonction de l'évolution de la structure financière d'APRR, avec comme hypothèse un coût de la dette stable, à 5%, sur l'ensemble de la période.

Selon cette méthode, la banque présentatrice obtient une valeur centrale de 41,2 euros et réalise une sensibilité au bêta désendetté. Les valeurs ainsi obtenues sont comprises entre 36,6 euros et 45,6 euros.

Nos calculs réalisés sur la base des flux disponibles après service de la dette conduisent à une fourchette de valeurs comprise entre 51,4 euros et 55,5 euros.

#### 5.5.3.2 Cours de bourse et objectifs de cours des analystes

Dans nos travaux, nous avons retenu le cours de bourse (source Datastream) non retraité de la distribution de dividendes du 30 juin 2010. Tandis que la banque présentatrice s'est basée sur les cours Bloomberg retraités de la distribution de dividendes. Ainsi, nous constatons des écarts d'environ 0,8 euro correspondant au dividende par action versé au titre de l'exercice 2009.

Nous n'avons pas retenu les objectifs de cours des analystes, faisant ressortir une valeur moyenne de 51,2 euros, considérés comme une référence par la banque présentatrice, car nous ne disposons que d'une seule note récente.

#### 5.5.3.3 Multiples de sociétés cotées comparables

La banque présentatrice a retenu un échantillon similaire au nôtre.

La banque a privilégié les multiples d'Ebitda sur les années 2011<sup>e</sup> et 2012<sup>e</sup>, tandis que nous avons retenu les multiples d'Ebitda sur les années 2010<sup>e</sup> à 2012<sup>e</sup>.

La banque a calculé la capitalisation boursière des sociétés comparables au 16 juin 2010 sur la base d'un nombre d'actions dilué, alors que nos analyses sont réalisées au 26 juillet 2010 sur la base du nombre d'actions en circulation.

Les valeurs obtenues par la banque présentatrice sont comprises entre 41,9 euros et 44,6 euros par action. Nos calculs aboutissent à une fourchette de valeurs de 45,4 euros à 51,6 euros.

## 5.6 SYNTHÈSE DE NOS TRAVAUX ET ATTESTATION SUR LE CARACTÈRE ÉQUITABLE DU PRIX OFFERT

### 5.6.1 Synthèse de nos travaux d'évaluation

A l'issue de nos travaux, le prix offert dans le cadre de l'Offre, soit 54,16 euros, fait ressortir les primes et décotes suivantes par rapport aux valeurs résultant des méthodes d'évaluation que nous avons jugées pertinentes :

Méthode	Expert indépendant			Prime / (décote) à 54,16€			Banque présentatrice		
	bas	valeur centrale	haut	bas	valeur centrale	haut	bas	valeur centrale	haut
DCF WACC Fixe	44,8	47,2	49,7	21,0%	14,8%	9,0%	40,7	44,1	47,7
Actualisation des flux disponibles après service de la dette	51,4	53,4	55,5	5,4%	1,4%	-2,4%			
DCF WACC variable							36,6	41,2	45,6
Transaction de référence		54,16			0,0%			54,16	
Cours de bourse <sup>(1)</sup>									
- Cours au 16/06/10		50,9			6,5%			50,1	
- moyenne un mois		47,7			13,6%			46,9	
- moyenne trois mois		49,2			10,0%			48,5	
- moyenne six mois		49,9			8,6%			49,1	
- moyenne douze mois		50,1			8,1%			49,3	
Comparables boursiers	45,4		51,6	19,3%		5,0%	41,9		44,6

<sup>(1)</sup> Retraité du dividende pour la banque présentatrice

Ces primes et décotes sont calculées par rapport à la valorisation d'APRR prise isolément. La Société nous a confirmé que l'Offre n'était pas susceptible de dégager de synergies.

### 5.6.2 Attestation sur le caractère équitable du prix offert

Nous avons été chargés en qualité d'expert indépendant, désigné par le conseil d'administration d'APRR conformément à l'article 261-1 II du Règlement général de l'AMF, d'apprécier le caractère équitable de l'indemnisation des actionnaires minoritaires de la Société proposée par Eiffarie, dans le cadre de la procédure de retrait obligatoire prévue à l'article 237-1 du même règlement.

L'indemnisation des actionnaires minoritaires s'établit à 54,16 euros par action APRR (après détachement du dividende 2009 de 0,84 euro par action).

A l'issue de nos travaux, nous observons que le prix proposé fait ressortir :

- une prime comprise entre 9,0% et 21,0% par rapport aux valeurs haute et basse ressortant d'une analyse des flux futurs actualisés à l'aide d'un taux d'actualisation fixe, étant rappelé que le plan d'affaires repose sur des hypothèses économiques dont la variation est susceptible d'entraîner des impacts sensibles sur la valeur, en particulier, les hypothèses de croissance du trafic, d'inflation et d'inflation salariale. Sur la base de la méthode alternative d'actualisation des flux futurs après service de la dette, la prime s'établit à 1,4% sur la valeur centrale ;
- une prime de 6,5 % par rapport au cours spot du 16 juin 2010, veille de l'annonce de l'opération, et une prime comprise entre 8,1 % et 13,6 % par rapport aux cours de bourse moyens pondérés sur différentes périodes sur les 12 derniers mois. L'Offre procure ainsi aux actionnaires d'APRR une liquidité immédiate à un prix supérieur aux cours moyens observés sur la dernière année.

Par ailleurs, le prix offert dans le cadre de l'Offre, soit 54,16 euros par action correspond au prix payé le 16 juin 2010 par Eiffarie (55 euros par action soit 54,16 euros par action après détachement du coupon de dividende 2009 de 0,84 euro), pour acquérir 13,732% des titres d'APRR auprès d'investisseurs qualifiés ayant une bonne connaissance de la Société.

A titre indicatif, nous relevons que le prix offre des primes significatives (entre 5,0% et 19,3%) par rapport aux valeurs issues des comparables boursiers.

Dans ce contexte, nous sommes d'avis que le prix de 54,16 euros par action qu'Eiffarie envisage de proposer dans le cadre de la présente Offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire est équitable d'un point de vue financier pour les actionnaires de la société APRR.

**Paris, le 30 juillet 2010**

**Sonia Bonnet-Bernard**

## **5.7 ANNEXES**

### **5.7.1 Annexe 1 : Présentation de la société Ricol Lasteyrie**

Avec une équipe resserrée de professionnels reconnus dans leurs spécialités, Ricol Lasteyrie intervient, depuis sa création, dans tous les domaines liés à l'analyse financière et à l'évaluation d'entreprises, que ce soit dans le cadre de :

- missions légales : commissariat aux apports et à la fusion ;
- missions contractuelles : expertise indépendante, évaluation d'entreprises et arbitrage.

Ricol Lasteyrie a acquis au cours des années une expérience reconnue dans les opérations qui requièrent une appréciation particulière de l'équité entre actionnaires et plus généralement en matière d'expertise indépendante et d'attestation d'équité.

Ricol Lasteyrie est doté d'une charte qualité, téléchargeable sur son site Internet : [www.ricol-lasteyrie.fr](http://www.ricol-lasteyrie.fr)

### 5.7.2 Annexe 2 : Liste des missions d'expertise indépendante réalisées récemment par Ricol Lasteyrie

Depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2008, Ricol Lasteyrie est intervenu en qualité d'expert indépendant dans le cadre des opérations suivantes portant sur des sociétés dont les actions sont admises sur un marché réglementé :

Date	Cible	Initiatrice	Banque présentatrice	Type d'offre
juillet-10	Ginger	Grontmij	RBS	OPA
mai-10	IMS	Jacquet Metalls	Crédit Agricole CIB / Messier Partners	Fusion absorption
mars-10	Elf Aquitaine	TOTAL S.A.	BNP Paribas	OPR-RO
février-10	Siparex Croissance	Siparex Croissance	Neuflize OBC (groupe ABN)	OPRA
mars-09	Gecimed	Gecina	ODDO	OPM (Mixte)
janvier-09	Distriborg	Wessanen France Holding SAS	ING	OPR-RO
janvier-09	Wavecom	Sierra Wireless France SAS	Lazard Frères	OPA
octobre-08	GL TRADE	SunGard	Oddo Corporate Finance	OPAS
août-08	Ilog	CITLOI (filiale détenue indirectement à 100% par IBM)	UBS / Natixis	OPA
avril-08	Geodis	SNCF Participations	UBS / Deutsche Bank	OPA
avril-08	Neuf Cegetel	SFR	JP Morgan / Calyon / Société Générale / Natixis / Crédit Mutuel-CIC	OPAS
février-08	Genesys	West International Holding Ltd	Lehman Brothers	OPA
février-08	Siparex Croissance	Siparex Croissance	Neuflize OBC (groupe ABN)	OPRA
janvier-08	Net2S	BT Group Plc	Lazard Frères	OPAS

### 5.7.3 Annexe 3 : Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des marchés financiers

Ricol Lasteyrie adhère depuis le 1<sup>er</sup> juillet 2008 à l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI), association professionnelle reconnue par l'Autorité des marchés financiers en application de l'article 263-1 de son Règlement général.

Par ailleurs, Ricol Lasteyrie est doté d'une charte qualité prévoyant notamment des procédures destinées à protéger l'indépendance de la société et éviter les situations de conflits d'intérêts ainsi qu'à contrôler, sur chaque mission, la qualité des travaux réalisés et des rapports avant leur émission.

### 5.7.4 Annexe 4 : Montant de la rémunération perçue

Pour l'ensemble de la mission, notre rémunération s'est élevée à 150 000 euros, hors taxes et hors frais.

### 5.7.5 Annexe 5 : Description des diligences effectuées

Nous avons mis en œuvre le programme de travail suivant :

Prise de connaissance de l'opération et acceptation de la mission
Identification des risques et orientation de la mission
Collecte des informations et des données nécessaires à la mission :
<ul style="list-style-type: none"> <li>prise de connaissance des notes d'analyse sectorielle et des notes d'analyse sur APRR et les comparables de la Société</li> </ul>
Appréciation du contexte de l'Offre :
<ul style="list-style-type: none"> <li>compréhension du contexte de la transaction</li> <li>échanges avec les conseils de l'Initiateur</li> </ul>

Prise de connaissance de la documentation comptable et financière de la Société APRR
Mise en œuvre d'une approche de valorisation par actualisation des flux de trésorerie prévisionnels : <ul style="list-style-type: none"> <li>• analyse du plan d'affaires préparé par le management de la Société</li> <li>• travaux de valorisation</li> <li>• analyses de sensibilité</li> </ul>
Analyse des transactions de référence sur les actions de la société APRR et notamment la transaction de juin 2010 au travers de la revue des « share purchase agreement » signés entre les cédants et la société Eiffarie
Analyse du cours de bourse : <ul style="list-style-type: none"> <li>• analyse du flottant et de la liquidité</li> <li>• analyse de l'évolution du cours</li> </ul>
Mise en œuvre de la méthode analogique des comparables boursiers
Obtention de lettres d'affirmation des représentants de l'Initiateur et de la Société
Analyse du projet de note d'information conjointe et du rapport d'évaluation de la banque présentatrice
Note de synthèse
Revue indépendante
Rédaction du rapport
Présentation des conclusions à la Société

#### 5.7.6 Annexe 6 : calendrier de l'étude

- Désignation de Sonia Bonnet-Bernard, associée gérante de Ricol Lasteyrie en qualité d'expert indépendant par le conseil d'administration d'APRR : 22 juin 2010
- Réunion téléphonique de présentation du plan d'affaires : 6 juillet 2010
- Présentation de l'opération par les dirigeants d'APRR : 7 juillet 2010
- Obtention du premier projet de note d'information conjointe : 9 juillet 2010
- Réunions téléphoniques avec la banque présentatrice : 15 et 16 juillet 2010
- Présentation de nos conclusions au conseil d'administration d'APRR : 22 juillet 2010
- Remise d'un pré-rapport : 27 juillet 2010

Nous nous sommes par ailleurs entretenus à de nombreuses reprises, tout au long de notre mission, avec la société APRR ainsi qu'avec les représentants de la banque présentatrice et les avocats de l'initiateur et de la cible.

Enfin, nous avons eu communication, par l'intermédiaire du président de la Société, d'un courrier envoyé le 29 juillet 2010 par l'un des administrateurs, également actionnaire, demandant des précisions sur l'indépendance de l'expert, la prise en compte de cours de bourse dégradés par la crise financière, la pertinence de certains éléments macro-économiques de projection et la prise en compte de sociétés étrangères dans l'analyse des comparables boursiers. Nous considérons que notre rapport apporte toutes précisions relatives à ces questions.

### 5.7.7 Annexe 7 : liste des personnes rencontrées et/ou contactées

#### **APRR**

- Monsieur Vincent Lang, Directeur Financier
- Monsieur Riadh Ben Khalifa, Responsable de l'ingénierie financière

#### **Eiffarie**

- Monsieur Franck Lagoutte, Trésorier

#### **Eiffage**

- Monsieur Max Roche, Directeur Financier
- Monsieur Philippe Delmotte, Responsable des relations investisseurs

#### **Macquarie Capital (Europe) Limited**

- Monsieur Xavier Ombrédanne, Managing Director
- Monsieur Guillaume Baud, Manager
- Monsieur Vincent Portal, Executive

#### **Banque présentatrice, SG**

- Monsieur Laurent Meyer, Managing director
- Monsieur Grégory Gosse, Vice-President
- Monsieur Guillaume Dumesnil, Senior Associate

#### **Avocats conseils de APRR et Eiffarie, Bredin Prat**

- Maître Virginie Liautaud
- Maître Olivier Saba

#### **Avocats conseils de APRR et Eiffarie, Clifford Chance**

- Maître Thierry Schoen

### 5.7.8 Annexe 8 : source des informations utilisées

- Informations significatives communiquées par la société APRR :
  - Présentation de la Société
  - Plan d'affaires
  - Contrats de concession, et contrats de plan avec l'Etat
- Informations significatives communiquées par l'avocat de l'initiateur :
  - Share Purchase Agreements signés dans le cadre de la transaction
  - Projet de note conjointe relative à l'Offre de Eiffarie
- Informations significatives communiquées par la banque présentatrice :
  - Rapports de valorisation
- Informations de marché :
  - Notes d'analyse financière et transactions comparables : Thomson One Banker

- Données de marché : Datastream et Associés en Finance

#### 5.7.9 Annexe 9 : personnel associé à la réalisation de la mission

La mission a été conduite par :

- Sonia Bonnet-Bernard, expert-comptable et commissaire aux comptes, dotée de 25 ans d'expérience dans les domaines comptables et financiers, associée gérante de Ricol Lasteyrie depuis 1998, responsable du pôle Attestation-Evaluation. Elle est membre de l'Autorité des Normes Comptables et vice-présidente de la Société Française des Evaluateurs (SFEV) ;
- Alban Eyssette, senior manager, justifiant d'une expérience de plus de 15 ans comme analyste financier, présent chez Ricol Lasteyrie depuis 2 ans. Il est membre de la Société Française des analystes financiers (SFAF) ;
- Charlotte Passedoit, manager diplômée d'expertise-comptable présente chez Ricol Lasteyrie depuis 6 ans et ayant participé à ce jour à une douzaine de missions d'attestation d'équité dans le cadre d'offres publiques ;
- deux analystes disposant d'une expérience professionnelle comprise entre 3 et 6 ans.

La revue indépendante a été effectuée par Joëlle Lasry (associée).

## 6. AVIS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION D'APRR

Le Conseil d'Administration d'APRR s'est prononcé dans sa séance du 30 juillet 2010, sous la présidence de Monsieur Jean-François Roverato, Président-Directeur Général, afin d'examiner le projet d'Offre suivie d'un Retrait Obligatoire et de rendre un avis motivé sur ce projet et ses conséquences pour la Société, ses actionnaires et ses salariés. Huit des douze membres du Conseil d'Administration étaient présents. L'avis a été rendu à la majorité de 7 sur 8 des membres présents, Monsieur Montebourg, membre du Conseil d'Administration, ayant voté contre.

Le texte de cet avis, extrait du procès-verbal de la réunion du Conseil d'Administration, est reproduit ci-après:

*« Le Conseil d'administration d'APRR s'est réuni le 30 juillet 2010 pour examiner les conditions et les modalités du projet d'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire (ci après le projet d' « Offre ») que la société Eiffarie a décidé de déposer sur les actions APRR non encore détenues directement et indirectement par elle.*

*Le Conseil d'administration a pris connaissance du projet de note d'information conjointe d'APRR et d'Eiffarie et a examiné l'ensemble des termes et conditions du projet d'Offre notamment les intentions d'Eiffarie en matière de poursuite de la stratégie de la Société et de développement de son activité opérationnelle et en matière d'emploi.*

*Le Conseil d'administration, au vu du rapport de l'expert indépendant en date du 30 juillet 2010 concluant au caractère équitable du prix proposé dans l'Offre et de l'indemnisation requise dans le cadre du retrait obligatoire, soit 54,16 euros par action APRR pour les actionnaires minoritaires d'APRR, après en avoir délibéré, a décidé, à la majorité de 7 voix sur 8, d'approuver le projet d'Offre, qu'il considère conforme aux intérêts d'APRR ainsi qu'à ceux de ses actionnaires et de ses salariés.*

*Le Conseil d'administration a décidé en conséquence de recommander aux actionnaires d'APRR d'apporter leurs actions à l'offre publique de retrait étant précisé que ces actions seront en toute hypothèse transférées à Eiffarie dans le cadre du retrait obligatoire moyennant une indemnisation identique au prix de l'offre publique de retrait, soit 54,16 euros par action APRR. »*

## **7. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE D'INFORMATION**

### **7.1 POUR L'INITIATEUR EIFFARIE**

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

Jean-François Roverato  
Président

### **7.2 POUR LA SOCIETE VISEE APRR**

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

Jean-François Roverato  
Président-Directeur Général

### **7.3 ETABLISSEMENT PRESENTATEUR**

« Conformément à l'article 231-18 du Règlement Général de l'AMF, la Société Générale, établissement présentateur de l'Offre suivie d'un Retrait Obligatoire, atteste qu'à sa connaissance, la présentation de l'Offre suivie d'un Retrait Obligatoire qu'elle a examinée sur la base des informations communiquées par l'Initiateur, et les éléments d'appréciation du prix proposé, sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Société Générale