

OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIÉTÉ



INITIÉE PAR la société PREMIER INVESTISSEMENT SAS

PRESENTEE PAR



PROJET DE NOTE EN RÉPONSE ÉTABLI
PAR LA SOCIÉTÉ LES NOUVEAUX CONSTRUCTEURS SA



Le présent projet de note en réponse a été déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** ») le 14 octobre 2016 conformément aux dispositions de l'article 231-26 de son règlement général. Il a été établi par la société Les Nouveaux Constructeurs conformément aux dispositions des articles 231-19 et 231-26 du règlement général de l'AMF.

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

Avis Important

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

Le présent projet de note en réponse est disponible sur le site internet de la société Les Nouveaux Constructeurs (www.lesnouveauxconstructeurs.fr) ainsi que sur celui de l'AMF (www.amf-france.org) et peut être obtenu sans frais auprès de :

LES NOUVEAUX CONSTRUCTEURS
50, route de la Reine
92100 Boulogne-Billancourt

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de la société Les Nouveaux Constructeurs seront déposées auprès de l'AMF et mises à la disposition du public, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique d'achat, dans les mêmes conditions.

Un communiqué sera publié, au plus tard la veille de l'ouverture de l'offre publique d'achat, pour informer le public des modalités de mise à disposition de ces documents conformément aux dispositions de l'article 221-3 du règlement général de l'AMF.

1.	RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE	3
2.	CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE	4
2.1.	Contexte de l'opération.....	4
2.2.	Motifs de l'Offre.....	4
3.	AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE	4
4.	INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE.....	9
5.	INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ RELATIVE AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES	10
6.	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRÉCIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE.....	10
6.1.	Engagements liant les associés de la société Premier Associés.....	10
6.2.	Engagements de non-apport à l'Offre pris par certains actionnaires de la Société	11
7.	ELÉMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE	11
7.1.	Structure du capital de la Société.....	11
7.2.	Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions et clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce.....	12
7.3.	Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce.....	12
7.4.	Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci.....	13
7.5.	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier	13
7.6.	Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote.....	13
7.7.	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil de surveillance ou du Directoire ainsi qu'à la modification des statuts de la Société.....	13
7.8.	Pouvoirs du Directoire, en particulier l'émission ou le rachat d'actions.....	15
7.9.	Accords conclus par la Société qui sont modifiés ou prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société.....	17
7.10.	Accords prévoyant des indemnités pour les membres du Directoire ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique.....	17
8.	RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT	17
9.	MODALITES DE MISE A DISPOSITION DES AUTRES INFORMATIONS RELATIVES A LA SOCIETE.....	88
10.	PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE	88

1. RAPPEL DES CONDITIONS DE L'OFFRE

En application de l'article L.433-1 du Code monétaire et financier et conformément au titre III du livre II et en particulier aux dispositions des articles 231-1 et 233-1 2° du règlement général de l'AMF, Premier Investissement, société par actions simplifiée au capital de 10 222 892 euros, dont le siège social est situé 50 route de la Reine 92100 Boulogne-Billancourt, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 315 904 144 (l'"**Initiateur**" ou "**Premier Investissement**"), agissant de concert avec les membres du Concert (tel que ce terme est défini ci-dessous) propose de manière irrévocable aux actionnaires de la société Les Nouveaux Constructeurs, société anonyme à Directoire et Conseil de Surveillance au capital de 16 039 755 euros dont le siège social est situé au 50 route de la Reine 92100 Boulogne-Billancourt, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 722 032 778 ("**LNC**" ou la "**Société**") et dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment B du marché réglementé d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0004023208 et le mnémonique LNC (les "**Actions**"), d'acquérir, dans les conditions décrites ci-après (l'"**Offre**"), la totalité de leurs Actions au prix de 35 euros par Action (le "**Prix de l'Offre par Action**") payable exclusivement en numéraire.

Premier Investissement est une société holding de droit français, contrôlée par Monsieur Olivier Mitterrand, dont 100% du capital et des droits de vote sont détenus par Monsieur Olivier Mitterrand, Monsieur Moïse Mitterrand, Monsieur Guillaume Nadd Mitterrand, Monsieur Louis-David Mitterrand, Monsieur Maël Mitterrand, Madame Marie Mitterrand, et Madame Antigone Mitterrand, et dont la participation dans le capital de la Société constitue son principal actif.

L'Initiateur agit de concert avec (i) la société Premier Associés¹ ("**Premier Associés**"), contrôlée par l'Initiateur, (ii) la société SC Magellan² ("**SC Magellan**"), contrôlée par Monsieur Moïse Mitterrand, et (iii) Monsieur Olivier Mitterrand, Monsieur et Madame Moïse Mitterrand, Monsieur Guillaume Nadd Mitterrand, Monsieur Louis-David Mitterrand, Monsieur Maël Mitterrand, Madame Marie Mitterrand, et Madame Antigone Mitterrand (le "**Concert**"). Le Concert détient, à la date des présentes, 13 661 770 Actions représentant 85,2% du capital et 89,8% des droits de vote de la Société (le détail de la répartition du capital et des droits de vote est décrit au paragraphe 7.1 ci-dessous). Il est précisé que Premier Investissement est seul responsable du financement de l'Offre.

L'Offre vise la totalité des Actions non détenues directement ou indirectement par le Concert, à l'exception des 133 854 Actions détenues par certains membres du Directoire³ ayant consenti à ne pas apporter leurs Actions à l'Offre, soit un nombre total maximum de 2 244 131 Actions de la Société, représentant 14,0% du capital et 9,3% des droits de vote.

L'Offre est présentée par Portzamparc Société de Bourse qui garantit la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'Initiateur dans le cadre de l'Offre en application de l'article 231-13 du règlement général de l'AMF.

¹ Premier Associés est une société par actions simplifiée au capital de 2 382 999,85 euros, dont le siège social est situé 50 route de la Reine 92100 Boulogne-Billancourt, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre sous le numéro 562 048 256. Le capital et les droits de vote de Premier Associés sont majoritairement détenus par Premier Investissement.

² SC Magellan est une société civile au capital de 5 967 680 euros, dont le siège social est situé 16 avenue Elisée Reclus 75007 Paris, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Paris sous le numéro 539 641 795. Le capital et les droits de vote de SC Magellan sont majoritairement détenus par M. Moïse Mitterrand.

³ Les membres du Directoire ayant consenti à ne pas apporter à l'Offre incluent MM. Fabrice Desrez, Ronan Arzel et Paul-Antoine Lecocq.

L'Offre sera réalisée selon la procédure simplifiée régie par les articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF. La durée de l'Offre sera de 10 jours de négociation.

2. CONTEXTE ET MOTIFS DE L'OFFRE

2.1. Contexte de l'opération

L'Initiateur a déposé le 14 octobre 2016 un projet d'offre publique d'achat simplifiée portant sur la totalité des Actions de la Société, à l'exception des actions détenues par les membres du Concert et des actions détenues par trois membres du Directoire qui se sont engagés à ne pas apporter leurs Actions à l'Offre tel que cela est précisé ci-après, au prix de 35 euros par Action. Il est rappelé que les principales caractéristiques, notamment de prix, du projet d'Offre ont été annoncées au marché par voie d'un communiqué de presse diffusé par la Société le 29 septembre 2016 ayant donné lieu à un avis de l'AMF d'ouverture d'une période de préoffre (avis n° 216C2201 du 29 septembre 2016).

Il n'existe aucune action gratuite en cours de période d'acquisition ou de conservation ni aucun droit, option, titre de capital ou instrument financier pouvant donner accès, immédiatement ou à terme, au capital social ou aux droits de vote de la Société autres que les Actions de la Société.

L'Offre porte donc sur un nombre total maximum de 2 244 131 Actions de la Société, représentant 14,0% du capital et 9,3% des droits de vote et sera réalisée suivant la procédure simplifiée conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF, l'Initiateur détenant, individuellement et de concert, la majorité du capital et des droits de vote de la Société. L'Initiateur n'a pas l'intention de demander un retrait obligatoire ni la radiation des Actions du marché réglementé d'Euronext Paris à l'issue de l'Offre.

2.2. Motifs de l'Offre

L'Initiateur a indiqué vouloir ainsi consolider sa participation dans le capital de la Société dans un contexte de financement favorable tout en offrant aux actionnaires de la Société qui le souhaitent une liquidité immédiate que le marché ne parvient pas à leur offrir dans le contexte actuel.

Les conditions financières de l'Offre, en ce compris les niveaux de prime offerts par l'Initiateur, ont fait l'objet d'un examen par le cabinet HAF Audit & Conseil, désigné en qualité d'expert indépendant par le Conseil de surveillance de la Société conformément aux dispositions de l'article 261-1 I du règlement général de l'AMF, et dont l'analyse et les conclusions figurent dans le rapport de l'expert indépendant reproduit dans la section 8 du présent projet de note en réponse.

L'Initiateur a en outre indiqué que l'Offre lui permettra également d'anticiper la réduction partielle ou totale des droits financiers indirects de l'Initiateur sur les Actions de la Société détenues par Premier Associés dans le cadre du plan d'investissement à destination des Managers de la Société, dont les principaux termes sont décrits au paragraphe 6.1 ci-après.

3. AVIS MOTIVE DU CONSEIL DE SURVEILLANCE

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du Règlement Général de l'AMF, le Conseil de surveillance de la Société s'est réuni le 13 octobre 2016 à 9 heures 15 afin d'examiner le projet d'Offre et de donner son appréciation sur l'intérêt de l'Offre et sur les conséquences de celle-ci pour la Société, ses salariés et ses actionnaires.

Tous les membres du Conseil de surveillance, à savoir, Monsieur Olivier Mitterrand, Président, Madame Geneviève Vaudelin-Martin (membre indépendant), Vice-Présidente, Monsieur Patrick Bertin (membre indépendant), Monsieur Fabrice Paget-Domet (membre indépendant), la société Premier Investissement (représentée par Madame Marie Mitterrand), Monsieur Saïk Paugam (membre indépendant) étaient présents.

HAF Audit & Conseil, représenté par Monsieur Olivier Grivillers, a été désigné en qualité d'expert indépendant par le Conseil de surveillance lors d'une réunion en date du 2 septembre 2016 et conclu au caractère équitable du prix offert aux termes du rapport reproduit à la section 8 ci-après.

Afin de permettre au Conseil d'accomplir diligemment sa mission d'analyse de l'Offre et de rendre un avis motivé sur l'Offre, le Conseil de surveillance réuni le 2 septembre 2016 a décidé la constitution en son sein d'un comité *ad hoc* composé de trois membres indépendants du Conseil, Madame Geneviève Vaudelin-Martin, Monsieur Saïk Paugam et Monsieur Fabrice Paget-Domet.

Le comité *ad hoc* s'est formellement réuni à deux reprises, les 16 septembre et 11 octobre 2016 afin de (i) rencontrer l'expert indépendant lors d'une première réunion préparatoire le 16 septembre 2016, (ii) de s'assurer du bon déroulement de sa mission et de l'avancée de ses travaux, (iii) de prendre connaissance des documents d'offre et notamment du projet de note d'information de l'Initiateur et de s'entretenir avec l'expert indépendant des principaux termes de son analyse.

Les documents suivants ont été remis aux membres du Conseil de Surveillance préalablement à la présente réunion :

- le communiqué de presse diffusé le 29 septembre 2016 relatif à la publication des résultats semestriels et au projet d'Offre et l'avis de l'AMF de début de préoffre publié par l'AMF le même jour (D&I AMF n°216C2201) ;
- le projet de note d'information établi par l'Initiateur devant être déposé auprès de l'AMF contenant la présentation des principaux termes et des motifs de l'Offre, les objectifs et intentions de l'Initiateur et les éléments d'appréciation du prix de l'Offre tels qu'établis par Portzamparc Société de Bourse ;
- le rapport du cabinet HAF Audit & Conseil, expert indépendant, nommé par le Conseil de Surveillance lors de sa séance du 2 septembre 2016 ;
- le projet de note en réponse de la Société établie conformément aux dispositions des articles 231-19 et 231-26 du règlement général de l'AMF.

Le Conseil de surveillance a ainsi rendu l'avis motivé suivant à l'unanimité :

« **Présentation des principaux termes de l'Offre**

Le Conseil de Surveillance, après avoir examiné le projet de note d'information de l'Initiateur et le rapport de l'Expert Indépendant, relève que :

- *L'Initiateur détient individuellement, à la date des présentes, 11 193 501 Actions, représentant 69,8% du capital et 78,8% des droits de vote et, collectivement avec les autres membres du Concert, 13 661 770 Actions, représentant 85,2% du capital et 89,8% des droits de vote de la Société.*
- *L'Offre vise la totalité des Actions non détenues directement ou indirectement par le Concert, à l'exception des 133 854 Actions détenues par certains membres du Directoire (à savoir MM. Fabrice Desrez, Ronan Arzel et Paul-Antoine Lecocq) ayant consenti à ne pas céder les Actions qu'ils détiennent jusqu'à la clôture de l'Offre et à ne pas les apporter à l'Offre. L'Offre*

porte ainsi sur un nombre total maximum de 2 244 131 Actions de la Société, représentant 14,0% du capital et 9,3% des droits de vote.

- L'Offre étant émise par un actionnaire détenant plus de la moitié du capital social et des droits de vote, elle sera sans incidence sur le contrôle de la Société et sera donc réalisée suivant la procédure simplifiée conformément aux dispositions des articles 233-1 et suivants du règlement général de l'AMF.
- L'Offre sera ouverte pour une durée de 10 jours de négociation à compter de l'ouverture de l'Offre, soit selon le calendrier indicatif de l'Offre du 7 novembre au 18 novembre 2016 inclus.
- L'Initiateur a indiqué au titre des motifs de l'Offre, que ce dernier souhaite consolider sa participation dans le capital de la Société dans un contexte de financement favorable tout en offrant aux actionnaires de la Société qui le souhaitent une liquidité que le marché ne parvient pas à leur offrir dans le contexte actuel et une prime par rapport aux cours de référence. L'Initiateur a en outre indiqué que l'Offre lui permettrait également d'anticiper la réduction partielle ou totale des droits financiers indirects de l'Initiateur sur les Actions de la Société détenues par Premier Associés dans le cadre du plan d'investissement que ce dernier a mis en place à destination des managers de la Société.
- Le prix de l'Offre est de 35 euros par Action (le « **Prix d'Offre** »), ce qui représente une prime de 21,1 % sur le cours de clôture du 28 septembre 2016 (dernier jour de bourse précédant l'ouverture de la préoffre).
- L'Initiateur a exprimé ses intentions pour les douze mois à venir, telles qu'elles figurent dans le projet de note d'information, et il est plus particulièrement relevé que :
 - l'Initiateur a indiqué que l'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société et n'aura pas d'impact sur la politique industrielle et commerciale de la Société ;
 - l'Offre n'aura pas d'incidence sur la politique de la Société en matière d'emploi et n'entraînera pas de changement au sein de la direction en place ;
 - l'Offre ne s'inscrit pas dans un projet de rapprochement avec d'autres sociétés ;
 - l'Initiateur n'a pas l'intention de demander, le cas échéant, le retrait obligatoire à l'issue de l'Offre.

Présentation des travaux de l'Expert Indépendant

Après constatation des éléments sus-évoqués, le Conseil de Surveillance demande à Monsieur Olivier Grivillers, représentant le cabinet HAF Audit & Conseil, Expert Indépendant, de présenter son rapport.

Monsieur Grivillers expose au Conseil les travaux réalisés par ce dernier concernant l'évaluation de la Société, et indique avoir retenu les quatre méthodes suivantes :

à titre principal :

- la méthode des flux de trésorerie actualisés, qui extériorise une valeur centrale de 31,4 € représentative d'une prime de 11,5% ;
- la méthode des multiples observés sur des sociétés comparables, qui extériorise une valeur centrale de 35,2 € (correspondant à la moyenne des valeurs sur les différents multiples utilisés d'EBITDA, d'EBIT et de chiffre d'affaires corrigé), représentative d'une décote de 0,7%, à apprécier toutefois au regard du haut de cycle actuel du marché ;
- la référence au cours de bourse, qui présente des primes comprises entre 21,1% (par rapport au cours de clôture du 28 septembre 2016) et de 64,0% (par rapport à la moyenne sur un an) ;

et à titre secondaire :

- la méthode des multiples observés sur des transactions comparables, qui extériorise une valeur centrale de 30,9 €, représentative d'une prime de 13,4%.

L'Expert indique qu'il a également procédé, conformément en cela aux textes applicables, à une analyse des travaux d'évaluation de l'établissement présentateur, dont l'appréciation figure en section 4 de son rapport.

Le Président invite les membres du Conseil à émettre leurs observations.

Sur la base de ses travaux tels qu'ils ont été exposés aux membres du Conseil, l'Expert conclut au caractère équitable des termes de l'Offre et du Prix d'Offre en ces termes, tels que reproduits dans son rapport :

« L'Offre est facultative pour l'actionnaire minoritaire et ne vise ni le retrait obligatoire ni la radiation des actions du marché réglementé d'Euronext Paris. Elle permet aux actionnaires de de la Société qui le souhaitent d'apporter tout ou partie de leurs actions à l'Offre tout en laissant la possibilité à ceux qui le souhaitent de rester au capital. Ceux qui n'apporteront pas leurs titres à l'Offre resteront actionnaires d'une société dont la stratégie restera inchangée à l'issue de l'Offre.

Le prix proposé de 35 euros par Action apportée dans le cadre de l'Offre :

- présente une prime de 11,5% sur la méthode des flux de trésorerie actualisés ;
- présente une décote de 0,7% sur la valeur obtenue par l'application de multiples observés sur des sociétés comparables ;
- présente sur la méthode du cours de bourse des primes comprises entre 21,1% (cours de clôture au 28 septembre 2016) et 64,0% (moyenne 1 an), les primes ressortant des moyennes de cours que nous considérons comme les plus représentatives du cours de bourse étant comprises entre 26,2% (moyenne 1 mois) et 28,1% (moyenne 3 mois) ;
- présente une prime de 13,4% sur la valeur ressortant de la méthode des multiples observés lors de transactions comparables (méthode retenue à titre secondaire).

L'Offre constitue pour les actionnaires de la Société une possibilité de monétiser leur participation à un prix présentant une prime sur le cours de bourse et sur la valeur intrinsèque de la Société.

Sur la base de l'ensemble de ces éléments d'appréciation, notre opinion est que les termes de l'Offre, offre facultative pour l'actionnaire minoritaire et proposant un prix de 35€ par Action apportée, sont équitables, du point de vue financier, pour les actionnaires minoritaires de la Société. »

Les membres du Conseil de Surveillance remercient Monsieur Olivier Grivillers, représentant le cabinet HAF Audit & Conseil, Expert Indépendant, pour la présentation de son rapport.

Présentation des diligences du Comité ad hoc

Le Président rappelle que lors de sa réunion du 2 septembre 2016, le Conseil de Surveillance a constitué en son sein un comité de suivi composé de Madame Geneviève Vaudelin-Martin, Monsieur Saïk Paugam et Monsieur Fabrice Paget-Domet, avec pour objet d'assurer la supervision des travaux de l'Expert Indépendant et de veiller au bon déroulement de la mission et de la conduite des diligences de ce dernier dans le cadre de l'Offre.

Madame Vaudelin-Martin rend compte au Conseil de la mission du comité de suivi et indique que, dans le cadre de sa mission, le comité de suivi, qui s'est réuni à deux reprises, n'a pas relevé d'éléments de nature à remettre en cause le bon déroulement des travaux de l'Expert Indépendant. Le comité de suivi a pu bénéficier du temps nécessaire pour apprécier travaux de valorisation de l'Expert Indépendant, quant au choix des méthodes retenues et aux valorisations extériorisées sur ces bases, et s'assurer du bon déroulement de la mission de l'Expert. Monsieur Saïk Paugam et Monsieur Fabrice Paget-Domet confirment les termes de cette présentation.

Analyse des termes de l'Offre

Le Président reprend la parole et propose au Conseil de rendre un avis motivé sur le projet d'Offre. Les membres du Conseil procèdent à un échange de vues sur l'ensemble des éléments qui viennent d'être présentés et sur le contenu des documents concernant les termes du projet d'Offre.

Le Conseil relève que :

- **Concernant l'intérêt de l'Offre et ses conséquences pour la Société,**

Compte tenu de l'absence de changement de contrôle et des intentions exprimées par l'Initiateur concernant la poursuite du développement de la Société et le maintien des Actions aux négociations sur le marché réglementé d'Euronext Paris, le Conseil constate que l'Offre serait sans conséquence sur la Société et s'inscrit dans la poursuite de la stratégie actuelle de cette dernière.

- **Concernant l'intérêt de l'Offre et ses conséquences pour les actionnaires,**

L'Initiateur propose aux actionnaires de la Société qui apporteront leurs titres à l'Offre une liquidité immédiate et intégrale de leurs Actions au prix de 35 euros, représentant :

- (i) **Au regard de la méthode des cours de bourse :** une prime de 21 % sur le cours à la clôture du 28 septembre 2016 (dernière séance de bourse avant l'ouverture de la préoffre), une prime de 28 % sur la moyenne des cours de clôture des trois (3) derniers mois (précédant le 29 septembre 2016) pondérée par les volumes et une prime de 39,8 % sur la moyenne des cours de clôture des six (6) derniers mois (précédant le 29 septembre 2016) pondérée par les volumes.
- (ii) **Au regard de la méthode des flux de trésorerie actualisés :** une prime de 11,5 % pour l'Expert Indépendant (contre une prime de 27 % sur la valeur centrale pour l'établissement présentateur).
- (iii) **Au regard de la méthode des comparables boursiers :** une décote de 0,7 % pour l'Expert Indépendant (contre une prime comprise entre 12% et 93% sur la borne basse et la borne haute pour l'établissement présentateur). Les membres du Conseil soulignent à ce titre, ainsi que cela est précisé par l'Expert Indépendant dans son rapport, que ce critère doit toutefois être apprécié au regard du haut de cycle actuel du marché et que l'application de cette méthode dans ce contexte maximise la valeur de l'action qui en ressort.
- (iv) **Au regard de la méthode des transactions comparables (méthode retenue par l'Expert) :** une prime de 13,4%.

Le Conseil constate au vu du rapport de l'Expert Indépendant que (i) les conditions financières de l'Offre sont équitables (ii) l'Offre assure aux actionnaires minoritaires une prime sur la valeur intrinsèque moyenne de la Société au regard des principales méthodes mises en œuvre tant par l'établissement présentateur que par l'Expert Indépendant et (iii) que l'Offre permettrait aux actionnaires minoritaires de bénéficier d'une liquidité immédiate et intégrale de leur participation.

(v) Concernant l'intérêt de l'Offre et ses conséquences pour les salariés :

Le Conseil prend acte que l'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société et que de ce fait l'Offre n'aura pas d'incidence sur la politique de la Société en matière d'emploi. L'Offre n'entraînera pas de changement au sein de la direction.

Après en avoir délibéré et au vu de ce qui précède, le Conseil, à l'unanimité :

- *considère que le projet d'Offre est conforme aux intérêts de la Société, de ses actionnaires et de ses salariés ;*
- *approuve le projet d'Offre tel que décrit dans le projet de note d'information de Premier Investissement ;*
- *approuve le projet de note en réponse établi par la Société ; et*
- *recommande aux actionnaires qui souhaiteraient bénéficier d'une liquidité immédiate d'apporter leurs Actions à l'Offre.*

Le Conseil confère par conséquent tous pouvoirs au Président du Directoire, avec faculté de subdélégation à toute personne de son choix, à l'effet de finaliser la documentation d'offre et notamment le projet de note en réponse de la Société, de signer tout document relatif au projet de note en réponse et de finaliser le document intitulé « Informations relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société », signer toutes attestations et plus généralement tous documents et actes requis dans le cadre de l'Offre. »

4. INTENTIONS DES MEMBRES DU CONSEIL DE SURVEILLANCE

A la date du présent projet de note en réponse, les membres du Conseil de surveillance sont tous détenteurs d'au moins quinze (15) Actions conformément aux stipulations de l'article 14 des statuts de la Société.

Les membres du Conseil de surveillance ont indiqué, conformément aux dispositions de l'article 231-19 6° du règlement général de l'AMF, leur intention d'apporter ou de ne pas apporter leurs actions à l'Offre selon le tableau suivant, étant précisé que chaque membre du Conseil de surveillance conservera *a minima* quinze (15) Actions :

Membres du Conseil de surveillance	Apport à l'Offre
Monsieur Olivier Mitterrand	Non
PREMIER INVESTISSEMENT (Initiateur)	Non
Madame Geneviève Vaudelin-Martin	Non
Monsieur Patrick Bertin	Oui
Monsieur Fabrice Paget-Domet	Non
Monsieur Saïk Paugam	Non

5. INTENTIONS DE LA SOCIÉTÉ RELATIVE AUX ACTIONS AUTO-DÉTENUES

La Société conservait un reliquat de 1 000 actions autodétenues affectées à l'origine à l'attribution aux salariés et mandataires sociaux en application des dispositifs prévus par la loi mais n'ayant pas été attribuées, que le Conseil de surveillance, aux termes de sa décision du 13 octobre 2016, a décidé d'apporter à l'Offre.

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

A l'exception du Concert et des accords décrits ci-après, la Société n'a pas connaissance d'autres accords susceptibles d'avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre.

6.1. Engagements liant les associés de la société Premier Associés

L'Initiateur a mis en place en juin 2013 un programme d'investissement à destination d'une trentaine de managers de LNC (les « **Managers** ») permettant à ces derniers d'être associés au développement de la Société par le biais d'un investissement dans la société Premier Associés, elle-même contrôlée par Premier Investissement.

Le capital social de Premier Associés est composé de 4.608.571 actions de préférence (« Actions P ») détenues par la société Premier Investissement et 2.200.000 actions ordinaires (« Actions O ») majoritairement détenues par les Managers.

Par suite d'une acquisition hors marché et d'un apport d'Actions LNC par la société Premier Investissement, Premier Associés, a franchi le seuil de 10% du capital social et des droits de vote de la Société puis stabilisé sa participation à 2 200 000 Actions LNC (D&I 213C0708 du 19 juin 2013 et D&I 213C0715 du 20 juin 2013).

Le plan permet aux Managers, en leur qualité d'associés de la société Premier Associés, de bénéficier, à partir de juin 2018, de tout ou partie des droits financiers sur les 2 200 000 Actions LNC détenues par Premier Associés, en fonction du degré d'atteinte des objectifs de performance définis en début de plan, liés aux résultats opérationnels courants appréciés sur le périmètre d'activité française et sur une base consolidée de LNC tels que ressortant des comptes consolidés certifiés au titre des exercices 2013 à 2017 (inclus).

Le plan ne prévoit pas de transfert de propriété des Actions détenues par Premier Associés vers les Managers, les statuts de Premier Associés prévoyant le maintien de la détention par Premier Associés des 2 200 000 Actions LNC jusqu'en 2021.

Dans l'hypothèse d'atteinte à 100% des objectifs, l'Initiateur n'aura plus, à partir de 2018, de droit financier sur les Actions LNC détenues par Premier Associés, notamment au regard des dividendes versés par LNC à Premier Associés, mais conservera cependant, quel que soit le degré d'atteinte des objectifs, la majorité des deux tiers des droits de vote de Premier Associés.

Les actions de la société Premier Associés sont inaliénables pendant une durée de dix ans à compter du 31 mai 2013, sauf transferts autorisés par le président de Premier Associés ou transferts réalisés par ou au bénéfice de la société Premier Investissement SAS. Au terme de la période d'inaliénabilité, les actions de la société Premier Associés ne pourront être cédées à des tiers ou même entre associés qu'avec l'agrément du président de la société Premier Associés.

6.2. Engagements de non-apport à l'Offre pris par certains actionnaires de la Société

La société Premier Associés, détenant 2 200 000 Actions représentant 13,7% du capital et 10,0% des droits de vote de la Société, agissant de concert avec l'Initiateur, s'est engagée auprès de l'Initiateur à ne pas apporter à l'Offre les Actions de la Société qu'elle détient. De par ses statuts, Premier Associés est tenue de maintenir une participation d'au moins 2 200 000 Actions dans le capital de la Société.

La société SC Magellan, détenant 250 515 Actions représentant 1,56% du capital et 0,92% des droits de vote de la Société, agissant de concert avec l'Initiateur, s'est engagée auprès de l'Initiateur à ne pas apporter à l'Offre les Actions de la Société qu'elle détient.

Monsieur Olivier Mitterrand, Monsieur et Madame Moïse Mitterrand, Monsieur Guillaume Nadd Mitterrand, Monsieur Louis-David Mitterrand, Monsieur Maël Mitterrand, Madame Marie Mitterrand, et Madame Antigone Mitterrand, détenant directement en cumulé 17 754 Actions représentant 0,11% du capital et 0,07% des droits de vote de la Société, agissant de concert avec l'Initiateur, se sont engagés auprès de l'Initiateur à ne pas apporter à l'Offre les Actions de la Société qu'ils détiennent.

Monsieur Fabrice Desrez, Monsieur Ronan Arzel et Monsieur Paul-Antoine Lecocq, tous trois membres du Directoire, détenant en cumulé 133 854 Actions représentant 0,83% du capital et 0,93% des droits de vote de la Société, se sont engagés auprès de l'Initiateur à ne pas céder les Actions de la Société qu'ils détiennent jusqu'à la clôture de l'Offre et à ne pas les apporter à l'Offre.

7. ELÉMENTS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE EN CAS D'OFFRE PUBLIQUE

7.1. Structure du capital de la Société

A la date du présent projet de note en réponse, le capital social s'élève à 16.039.755 euros, divisé en 16.039.755 actions d'une valeur nominale de 1 euro chacune, entièrement libérées et toutes de même catégorie, et le nombre de droits de vote, compte tenu des droits de vote double et des 1.000 actions auto-détenues privées du droit de vote, s'établit à 27.337.581.

Hormis les actions auto-détenues, toutes les actions composant le capital social sont assorties d'un droit de vote.

A la connaissance de la Société, selon les dernières informations disponibles résultant (i) des franchissements de seuils communiqués en application des dispositions de l'article L. 233-7 du Code de commerce et de l'article 10 des statuts de la Société et (ii) des informations contenues dans le projet de note d'information déposé par l'Initiateur, le capital social et les droits de vote sont répartis comme suit à la date des présentes :

	Total actions	% du capital	Droits de vote	% des droits de vote
Premier Investissement	11 193 501	69,8%	21 536 458	78,8%
Premier Associés	2 200 000	13,7%	2 733 250	10,0%
SC Magellan	250 515	1,6%	250 515	0,9%
Famille Mitterrand	17 754	0,1%	19 844	0,1%
Total concert	13 661 770	85,2%	24 540 067	89,8%
Actions du Directoire ¹	133 854	0,8%	253 959	0,9%
Actions propres	1 000	0,0%	0	0,0%
Public	2 243 131	14,0%	2 543 555	9,3%
Total	16 039 755	100,0%	27 337 581	100,0%

Source: Société

Note : (1) Sont incluses les Actions détenues par MM. Fabrice Desrez, Ronan Arzel et Paul-Antoine Lecocq.

Il est précisé qu'il n'existe aucune action gratuite en cours de période d'acquisition ou de conservation ni 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 autres que les Actions de la Société.

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

7.2.1. Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote et aux transferts d'actions

Aucune restriction statutaire n'est applicable aux transferts des Actions. Les Actions sont librement négociables.

Aucune restriction statutaire n'est applicable à l'exercice des droits de vote, sous réserve des dispositions légales et réglementaires applicables relatives notamment aux déclarations de franchissement de seuils et des dispositions statutaires mentionnées ci-dessous.

L'article 10 des statuts de la Société stipule que « *toute personne physique ou morale agissant seule ou de concert, qui vient à posséder, directement ou indirectement, par l'intermédiaire d'une ou plusieurs personnes morales qu'elle contrôle au sens de l'article L. 233-3 du Code de commerce, un nombre d'actions représentant plus de 1 % du capital social et/ou des droits de vote de la Société puis, au-delà, toute tranche supplémentaire de 1 % du capital social et/ou des droits de vote de la Société, y compris au-delà des seuils de déclarations prévus par les dispositions légales et réglementaires, doit en informer la Société par lettre recommandée avec accusé de réception dans un délai de cinq jours de bourse à compter du franchissement de seuil, en indiquant notamment la part du capital et des droits de vote qu'elle possède ainsi que les titres donnant accès immédiatement ou à terme au capital et les droits de vote qui y sont potentiellement attachés.* ».

Le non-respect de cette obligation statutaire d'information est sanctionné par la privation des droits de vote pour les actions ou droits y attachés excédant la fraction qui aurait dû être déclarée et ce pour toute assemblée d'actionnaires qui se tiendrait jusqu'à l'expiration d'un délai de deux ans suivant la date de régularisation de la notification visée audit article 10 des statuts.

7.2.2. Clauses de conventions prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions et portant sur au moins 0,5 % du capital et des droits de vote de la Société

A l'exception des accords décrits à la section 6 ci-dessus, aucune convention contenant des clauses portant sur au moins 0,5% des actions ou des droits de vote et prévoyant des conditions préférentielles de cession ou d'acquisition n'a été portée à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce.

7.3. Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société dont elle a connaissance en vertu des articles L. 233-7 et L. 233-12 du Code de commerce

A la connaissance de la Société, à la date du présent projet de note en réponse, le capital social est réparti comme indiqué au tableau figurant au 7.1 ci-dessus.

7.4. Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux et description de ceux-ci

La Société n'a émis aucun titre comportant des droits de contrôle spéciaux étant précisé que, conformément aux stipulations de l'article 10 des statuts de la Société, un droit de vote double de celui conféré aux Actions, eu égard à la quotité du capital qu'elles représentent, est attribué à toutes les Actions, intégralement libérées, pour lesquelles il est justifié d'une inscription nominative, depuis quatre ans au moins, au nom d'un même actionnaire.

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

Néant.

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

La Société n'a connaissance, à la date du présent projet de note en réponse, d'aucun accord susceptible d'entraîner des restrictions aux transferts d'Actions et à l'exercice des droits de vote à l'exception des accords mentionnés à la section 6 ci-avant.

Il est rappelé pour mémoire que les associés de la société Premier Investissement, qui demeure contrôlée par Monsieur Olivier Mitterrand, ont été amenés à conclure entre eux plusieurs pactes d'associés dans le cadre de l'application des dispositions de la loi Dutreil. Les pactes ainsi conclus (qui sont décrits dans le Rapport Financier Annuel 2015 – paragraphe 15.2) ne portent pas directement les Actions de la Société.

7.7. Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil de surveillance ou du Directoire ainsi qu'à la modification des statuts de la Société

7.7.1. Règles applicables à la nomination des membres du Conseil de surveillance

Les règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Conseil de surveillance sont définies à l'article 14 « CONSEIL DE SURVEILLANCE – COMPOSITION ».

Le Conseil de surveillance est composé de trois (3) membres au moins et de dix-huit (18) membres au plus, sous réserve de la dérogation prévue par la Loi en cas de fusion où il peut être porté à vingt-quatre (24) membres.

Les membres sont nommés par l'Assemblée Générale Ordinaire des actionnaires parmi les actionnaires personnes physiques ou morales. En cas de fusion ou de scission, la nomination peut être faite par l'Assemblée Générale Extraordinaire.

Les personnes morales nommées au Conseil de surveillance sont tenues de désigner un représentant permanent qui est soumis aux mêmes conditions et obligations que s'il était membre du Conseil en son nom propre.

La durée des fonctions des membres du Conseil de surveillance est de trois (3) années, expirant à l'issue de la réunion de l'Assemblée Générale Ordinaire des actionnaires ayant statué sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire le mandat.

Ils sont rééligibles. Ils peuvent être révoqués à tout moment par l'Assemblée Générale Ordinaire.

Nul ne peut être nommé membre du Conseil de Surveillance s'il est âgé de soixante-quinze (75) ans révolus. Le membre du Conseil de Surveillance en fonction venant à dépasser cet âge est réputé démissionnaire d'office à l'issue de la plus prochaine réunion de l'Assemblée Générale.

Chaque membre du Conseil de surveillance doit être propriétaire de quinze (15) actions.

Si, au jour de sa nomination, un membre du Conseil de surveillance n'est pas propriétaire du nombre d'actions requis, ou si, en cours de mandat, il cesse d'en être propriétaire, il est réputé démissionnaire d'office, s'il n'a pas régularisé sa situation dans le délai de trois mois.

Conformément aux dispositions de l'article L. 225-72 du Code de commerce, l'obligation pour chaque membre du Conseil de détenir au moins quinze (15) actions ne s'applique pas au membre du Conseil représentant les salariés nommé en application de l'article L. 225-71 du Code de commerce et du présent article des Statuts.

En cas de vacance par décès ou par démission, le Conseil de surveillance peut, entre deux Assemblées Générales, procéder à des nominations provisoires soumises à ratification de la prochaine Assemblée Générale Ordinaire.

Si le nombre des membres du Conseil de surveillance devient inférieur à trois, le Directoire doit convoquer immédiatement l'Assemblée Générale Ordinaire en vue de compléter l'effectif du Conseil.

Le Conseil de surveillance élit parmi ses membres un Président et un Vice-président, personnes physiques, qui sont chargés de convoquer le Conseil et d'en diriger les débats. Ils sont nommés pour la durée de leur mandat au Conseil de surveillance. Le Conseil détermine, le cas échéant, leur rémunération.

7.7.2. Règles applicables à la nomination des membres du Directoire

Les règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du Directoire sont définies à l'article 11 « DIRECTOIRE ».

La Société est dirigée par un Directoire qui exerce ses fonctions sous le contrôle du Conseil de surveillance.

Le Directoire est composé de deux (2) membres au moins et de cinq (5) membres au plus, nommés par le Conseil de surveillance ; ce nombre peut être porté à sept (7), si les actions de la Société viennent à être admises aux négociations sur un marché réglementé.

Si un siège est vacant, le Conseil de surveillance doit dans les deux mois de cette vacance, soit modifier le nombre de sièges qu'il avait antérieurement fixé, soit pourvoir à la vacance.

Si le capital est inférieur à 150 000 euros, une seule personne peut être désignée par le Conseil de surveillance pour exercer les fonctions dévolues au Directoire avec le titre de Directeur général unique.

Toutes les dispositions des présents statuts visant le Directoire s'appliquent au Directeur général unique à l'exclusion de celles qui postulent la collégialité du Directoire.

Les membres du Directoire sont obligatoirement des personnes physiques qui peuvent être choisies en dehors des actionnaires.

Ils sont nommés pour une durée de trois (3) ans expirant à l'issue de la réunion de l'Assemblée Générale Ordinaire Annuelle des actionnaires ayant statué sur les comptes de l'exercice écoulé.

Ils sont toujours rééligibles.

Nul ne peut être nommé membre du Directoire s'il est âgé de soixante-dix (70) ans révolus. Le membre du Directoire en fonction venant à dépasser cet âge est réputé démissionnaire d'office à l'issue de la plus prochaine réunion du Conseil de surveillance.

Tout membre du Directoire peut être révoqué par l'Assemblée Générale Ordinaire des actionnaires ainsi que par le Conseil de surveillance.

Au cas où l'intéressé aurait conclu avec la Société un contrat de travail, la révocation de ses fonctions de membre du Directoire n'a pas pour effet de résilier ce contrat.

Le Conseil de surveillance détermine la rémunération des membres du Directoire et confère à l'un d'eux la qualité de Président du Directoire.

Le règlement intérieur du Conseil de surveillance ne contient aucune disposition particulière concernant la nomination et la révocation des membres du Directoire.

7.7.3. Règles applicables à la modification des statuts

Conformément aux dispositions législatives et réglementaires en vigueur, l'assemblée générale est seule compétence pour modifier les statuts.

7.8. Pouvoirs du Directoire, en particulier l'émission ou le rachat d'actions

Outre les pouvoirs généraux qui lui sont accordés par la loi et les statuts, le Directoire dispose, à la date du présent projet de note en réponse de délégations et autorisations suivantes en matière d'émission ou de rachat d'actions, qui lui ont été conférées par l'assemblée générale des actionnaires du 20 mai 2016 :

Type de délégation ou d'autorisation	Durée /Echéance	Montant nominal maximal et/ou pourcentage du capital autorisé	Plafond Global ⁴	Utilisation
Autorisation en vue de procéder à l'achat par la Société de ses propres actions (11 ^{ème} résolution)	Assemblée générale qui statuera sur les comptes clos le 31/12/2016 ou le 20 novembre 2017	10 % du capital Prix maximal d'achat par action : 30 euros	N/A	Néant
Autorisation à donner au Directoire à l'effet de réduire le capital social par annulation d'actions (12 ^{ème} résolution)	Assemblée générale qui statuera sur les comptes clos le 31/12/2016 ou le 20 novembre 2017	10 % du capital social	N/A	Néant

⁴ Aux termes de la 21^{ème} résolution, l'assemblée générale du 20 mai 2016 a fixé le montant nominal global des émissions susceptibles d'être réalisées en vertu des 13^{ème} à 20^{ème} résolutions à (i) 15.000.000 euros pour les titres de capital et (ii) 100.000.000 euros pour les titres de créance.

Type de délégation ou d'autorisation	Durée /Echéance	Montant nominal maximal et/ou pourcentage du capital autorisé	Plafond Global ⁴	Utilisation
Délégation de compétence de procéder, avec ou sans offre publique, à l'émission, <u>avec maintien</u> du droit préférentiel de souscription de tout titre de capital ou de tout titre de créance (13 ^{ème} résolution)	25 mois (soit jusqu'au 20 juin 2018)	Titres de capital : 15.000.000 euros Titres de créance : 100.000.000 euros	Oui	Néant
Délégation de compétence de procéder, avec ou sans offre publique, à l'émission, <u>avec suppression</u> du droit préférentiel de souscription de tout titre de capital ou de tout titre de créance par voie d'offre au public (14 ^{ème} résolution)	25 mois (soit jusqu'au 20 juin 2018)	Titres de capital : 15.000.000 euros Titres de créance : 100.000.000 euros	Oui	Néant
Délégation de compétence pour décider l'augmentation de capital social <u>avec suppression</u> du droit préférentiel de souscription dans le cadre d'un placement privé visé à l'article L.411-2-II du Code monétaire et financier (15 ^{ème} résolution)	25 mois (soit jusqu'au 20 juin 2018)	Titres de capital : 20 % du capital social par an Titres de créances : 100.000.000 euros	Oui	Néant
Délégation de compétence à l'effet d'augmenter le nombre de titres à émettre en cas d'augmentation de capital avec ou sans droit préférentiel de souscription au titre des 13ème, 14ème et/ou 15ème résolutions susvisées (16 ^{ème} résolution)	25 mois (soit jusqu'au 20 juin 2018)	Dans la limite de 15 % de l'émission initiale	Oui	Néant
Délégation de compétence à donner au Directoire pour décider l'augmentation du capital social par incorporation de primes, réserves, bénéfices et autres (17 ^{ème} résolution)	25 mois (soit jusqu'au 20 juin 2018)	Montant nominal maximum : 5.000.000 euros	Oui	Néant
Délégation de compétence pour décider l'augmentation du capital social en faveur des salariés adhérents à un plan d'épargne d'entreprise avec suppression du droit préférentiel de souscription au profit de ces derniers (18 ^{ème} résolution)	25 mois (soit jusqu'au 20 juin 2018)	Montant nominal maximum : 1.500.000 euros	Oui	Néant
Autorisation à donner au Directoire à l'effet de consentir des options de souscription ou d'achat d'actions de la Société (19 ^{ème} résolution)	25 mois (soit jusqu'au 20 juin 2018)	Nombre maximum d'actions auxquelles les options pourront donner droit : 400.000	Oui	Néant

Type de délégation ou d'autorisation	Durée /Echéance	Montant nominal maximal et/ou pourcentage du capital autorisé	Plafond Global ⁴	Utilisation
Autorisation à donner au Directoire à l'effet de procéder à des attributions gratuites d'actions (20 ^{ème} résolution)	25 mois (soit jusqu'au 20 juin 2018)	10 % du capital social		Néant

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

Les conventions de crédit conclues par les sociétés du groupe auprès de différents établissements de crédit comportent des clauses d'exigibilité anticipée en cas de changement de contrôle de la Société.

Les obligations émises le 14 octobre 2014 et le 19 décembre 2014 dans le cadre de l'emprunt obligataire de la Société d'un montant nominal total de 30.000.000 € portant intérêt au taux de 3,979 % l'an et venant à échéance le 23 décembre 2019 prévoient que les porteurs des obligations pourront demander leur remboursement anticipé en cas de changement de contrôle de la Société (Prospectus en date des 10 octobre 2014 et 17 décembre 2014 visés à ces mêmes dates par l'AMF sous les numéros 14-544 et 14-649).

A l'exception des accords susvisés, il n'existe pas d'accords conclus par la Société qui soient modifiés ou qui prennent fin en cas de changement de contrôle de la Société.

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

L'avenant en date du 30 décembre 2013 au contrat de travail conclu entre la Société et Monsieur Fabrice Desrez, salarié et membre du Directoire, dûment autorisé par le Conseil de surveillance, conformément aux dispositions de l'article L. 225-86 du Code de commerce, prévoit, qu'en cas de rupture du contrat de travail à l'initiative de la Société et de non indemnisation par l'Unédic, la Société l'indemniserait dans des conditions équivalentes à celles dont il aurait pu bénéficier de la part de l'Unédic.

A l'exception de cette indemnisation, il n'existe aucun autre accord prévoyant des indemnités pour les membres du Directoire ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique.

8. RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT

**RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT
DANS LE CADRE DE L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT
SIMPLIFIEE VISANT LES ACTIONS
LES NOUVEAUX CONSTRUCTEURS SA INITIEE PAR
LA SOCIETE PREMIER INVESTISSEMENT**

SOMMAIRE

1	Présentation de l'opération.....	5
1.1	Sociétés concernées par l'opération.....	5
1.1.1	Présentation de la société initiatrice et des personnes agissant de concert.....	5
1.1.2	Présentation de la société objet de l'Offre.....	5
1.1.2.1	Historique du groupe LNC.....	5
1.1.2.2	Activité du groupe LNC.....	6
1.1.2.2.1	<i>Le logement</i>	7
1.1.2.2.2	<i>Immobilier d'entreprise</i>	10
1.1.2.2.3	<i>Autres activités - Zapf</i>	10
1.1.2.3	Déterminants de l'activité de promotion immobilière.....	10
1.1.2.4	Environnement économique.....	
1.1.2.5	Performance financière historique 2013–2015.....	19
1.1.2.6	Performance financière semestrielle juin 2015 – juin 2016.....	23
1.1.2.7	Analyse du bilan économique.....	26
1.1.2.8	Analyse du besoin en fonds de roulement.....	
1.2	Contexte, motifs et termes du projet d'Offre.....	29
1.2.1	Contexte et motifs de l'Offre.....	29
1.2.2	Termes de l'Offre.....	29
2	Présentation de l'expert indépendant.....	30
2.1	Présentation du cabinet HAF Audit & Conseil, membre du réseau Crowe Horwath International.....	30
2.1.1	Présentation générale.....	30
2.1.2	Présentation de l'activité « évaluation et expertises indépendantes ».....	30
2.2	Liste des missions d'expertise indépendante réalisées par le cabinet HAF Audit & Conseil au cours des 24 derniers mois.....	31
2.3	Déclaration d'indépendance.....	32
2.4	Adhésion à une association professionnelle reconnue par l'Autorité des Marchés Financiers.....	32
2.5	Rémunération.....	32
2.6	Moyens mis en œuvre dans le cadre de l'expertise.....	32
2.6.1	Programme de travail.....	32
2.6.2	Calendrier de l'étude.....	34
2.6.3	Liste des personnes rencontrées.....	
2.6.4	Informations utilisées.....	35
3	Eléments d'appréciation du prix proposé.....	36
3.1	Données structurant l'évaluation.....	36
3.1.1	Référentiel comptable.....	36
3.1.2	Structure du capital et nombre d'actions.....	36
3.1.3	Dette nette ajustée.....	

3.1.4	Business plan et périmètre.....	38
3.2	Méthodes d'évaluation écartées	39
3.2.1	Méthode de l'actif net comptable (ANC).....	39
3.2.2	Méthode de l'Actif Net Réévalué (ANR).....	39
3.2.3	Méthode d'actualisation des dividendes futurs	
3.2.4	Référence aux transactions récentes intervenues sur le capital.....	40
3.2.5	Cours cible des analystes.....	40
3.3	Méthodes d'évaluation retenues à titre principal	40
3.3.1	Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (ou Discounted Cash Flow).....	41
3.3.1.1	Définition de la méthode	41
3.3.1.2	Analyse du business plan de LNC.....	41
3.3.1.3	Détermination des flux de trésorerie nets disponibles	43
3.3.1.4	Détermination du taux d'actualisation.....	44
3.3.1.5	Calcul de la valeur terminale.....	46
3.3.1.6	Résultats chiffrés.....	
3.3.1.7	Analyse de sensibilité	47
3.3.2	Méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables	47
3.3.2.1	Echantillon des sociétés comparables retenu	
3.3.2.2	Analyse des comparables boursiers	49
3.3.2.3	Multiples obtenus et choix des multiples	50
3.3.2.4	Application de la méthode.....	
3.3.2.5	Résultats	52
3.3.3	Référence au cours de bourse	
3.3.3.1	Analyse de la liquidité du cours de bourse	
3.3.3.2	Calcul des différentes moyennes de cours de bourse	54
3.4	Méthode d'évaluation retenue à titre secondaire	56
3.4.1	Méthode des multiples observés sur des transactions comparables	56
3.4.1.1	Choix des transactions.....	56
3.4.1.2	Analyse des transactions.....	57
3.4.1.2.1	<i>Financière Gaillon 8 / Kaufman & Broad</i>	57
3.4.1.2.2	<i>BPCE/Nexity</i>	57
3.4.1.2.3	<i>Kaufman et Broad / Seri Ouest</i>	57
3.4.1.2.4	<i>Altarea Cogedim / Pitch Promotion</i>	57
3.4.1.2.5	<i>Kaufman et Broad / SAFAUR</i>	57
3.4.1.3	Multiples obtenus	57
3.4.1.4	Application de la méthode.....	58
3.4.1.5	Résultats	58
3.5	Analyse des accords pouvant avoir une incidence sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre	59
3.5.1	Analyse du programme d'investissement à destination des managers de LNC.....	59
3.5.2	Analyse des engagements de non apports à l'Offre	

4	Analyse des éléments d'appréciation du prix d'Offre de l'établissement présentateur.....	62
4.1	Eléments d'appréciation du prix d'Offre des actions.....	62
4.1.1	Méthodes d'évaluation écartées :.....	62
4.1.2	Méthodes d'évaluation retenues :.....	63
4.1.2.1	Méthode des flux de trésorerie actualisés.....	63
4.1.2.2	Méthode des comparables boursiers.....	66
4.1.2.3	Méthode de l'Actif Net Comptable.....	67
4.1.2.4	Référence au cours de bourse	67
5	Conclusion sur le caractère équitable du prix offert	68

Conformément aux dispositions des articles 261-1 et suivants du Règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après « AMF »), le cabinet HAF Audit & Conseil, membre de Crowe Horwath International, a été désigné par le Conseil de Surveillance de la société Les Nouveaux Constructeurs SA le 2 septembre 2016 en qualité d'expert indépendant et a établi le rapport suivant sur les conditions financières de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée (OPAS).

**RAPPORT DE L'EXPERT INDEPENDANT
DANS LE CADRE DE L'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE
VISANT LES ACTIONS DE LA SOCIETE
LES NOUVEAUX CONSTRUCTEURS SA INITIEE PAR
LA SOCIETE PREMIER INVESTISSEMENT**

Dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée (ci-après « l'Offre ») visant les actions de la société Les Nouveaux Constructeurs SA (ci-après « LNC » ou la « Société »), nous avons été chargés, en qualité d'expert indépendant désigné par cette dernière, d'apprécier le caractère équitable des conditions financières offertes.

Notre désignation a été effectuée en application de l'article 261-1-I 1° du règlement général de l'AMF en raison de conflits d'intérêts potentiels au sein du Conseil de Surveillance de la société de nature à nuire à l'objectivité de l'avis motivé du Conseil.

Le prix proposé aux actionnaires de LNC dans le cadre de l'Offre s'établit à 35€ 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 détaillées ci-après.

Pour accomplir notre mission, nous avons utilisé les documents et informations qui nous ont été transmis par LNC et ses conseils, sans avoir la responsabilité de les valider. Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence.

Le présent rapport d'expertise est organisé comme suit :

1. Présentation de l'opération
2. Présentation de l'expert indépendant
3. Eléments d'appréciation du prix proposé
4. Analyse des éléments d'appréciation du prix d'Offre de l'établissement présentateur
5. Conclusion sur le caractère équitable du prix offert

1 Présentation de l'opération

1.1 Sociétés concernées par l'opération

1.1.1 Présentation de la société initiatrice et des personnes agissant de concert

La société Premier Investissement est une société par actions simplifiée au capital de 10.222.892 euros dont le siège social est situé 50 route de la Reine 92100 Boulogne-Billancourt, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre, sous le numéro 315.904.144.

Premier Investissement est une société holding de droit français, contrôlée par M. Olivier Mitterrand, dont 100% du capital et des droits de vote sont détenus par la famille Mitterrand, comprenant MM. Olivier Mitterrand, Moïse Mitterrand, Guillaume Nadd Mitterrand, Louis-David Mitterrand, Maël Mitterrand et MME. Marie Mitterrand et Antigone Mitterrand, et dont la participation dans le capital de la Société constitue son principal actif.

A la date du présent rapport, l'Initiateur détient 11.193.501 actions représentant 69,8% du capital et 78,8% des droits de vote de la Société.

La société Premier Investissement agit de concert avec la société Premier Associés¹, contrôlée par l'Initiateur, la société SC Magellan², contrôlée par Monsieur Moïse Mitterrand, et Monsieur Olivier Mitterrand, Monsieur et Madame Moïse Mitterrand, Monsieur Guillaume Nadd Mitterrand, Monsieur Louis-David Mitterrand, Monsieur Maël Mitterrand, Madame Marie Mitterrand, et Madame Antigone Mitterrand (ci-après le « Concert »).

Le Concert détient, à la date du présent rapport, 13 661 770 actions représentant 85,2% du capital et 89,8% des droits de vote de la Société.

1.1.2 Présentation de la société objet de l'Offre

La société LNC, est une société anonyme à Directoire et Conseil de Surveillance au capital de 16.039.755 euros dont le siège social est situé 50 route de la Reine 92100 Boulogne-Billancourt, immatriculée au registre du commerce et des sociétés de Nanterre, sous le numéro 722.032.778, et dont les actions sont admises aux négociations sur le compartiment B d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0004023208.

1.1.2.1 Historique du groupe LNC

LNC a été fondée en 1972 par Olivier Mitterrand.

¹ Société par actions simplifiée dont le capital et les droits de vote sont majoritairement détenus par Premier Investissement et SC Magellan

² Société civile dont le capital et les droits de vote sont majoritairement détenus par Moïse Mitterrand

Initialement présent uniquement sur le marché français, le groupe enclenche en 1989 son développement international en s'implantant en Espagne dans les agglomérations de Barcelone puis de Madrid.

Confronté à la crise immobilière au début des années 1990, LNC bénéficie d'un réaménagement de son endettement bancaire en 1994. Le groupe concentre alors ses activités françaises sur les grandes agglomérations de l'axe « Paris, Lyon, Marseille-Méditerranée » et intensifie son développement européen en établissant une filiale à Berlin (Premier Deutschland) en 1999.

Au début des années 2000, LNC établit des filiales en Indonésie (2000) et s'implante au Portugal à Lisbonne (2002) tout en renforçant ses activités dans les principales agglomérations de l'axe « Paris, Lyon, Méditerranée » par le biais d'acquisitions de terrains ou de rachats de structures existantes.

Elle rachète en 2003 la société Concept Bau située à Munich qui intervient dans deux grandes agglomérations allemandes.

En 2007, elle poursuit sa croissance externe en acquérant la société CFH implantée en Ile-de-France.

Par la suite, la crise immobilière importante fin 2008 contraint le groupe d'adapter sa stratégie de développement. LNC décide ainsi d'arrêter l'activité au Portugal, de suspendre l'activité de la filiale polonaise et opte pour un recentrage de ses activités vers la France en s'implantant à Montpellier avec l'acquisition de la société Dominium en 2009 et à Toulouse en rachetant les sociétés Cabrita Promotion et Cabrita Développement en 2011.

En 2011, le groupe crée la société Les Nouveaux Constructeurs Entreprise, dans une logique de développer l'activité d'immobilier d'entreprise, et de la différencier de l'activité promotion construction vente de logements.

En 2013, Olivier Mitterrand, fondateur de la société, est remplacé à la présidence du Directoire par Moïse Mitterrand, membre du directoire depuis le 1^{er} janvier 2011.

Plus récemment, la société a lancé au 4^{ème} trimestre 2014 auprès d'investisseurs institutionnels un emprunt obligataire d'un montant de 30 millions d'euros.

1.1.2.2 Activité du groupe LNC

LNC est un groupe français spécialisé dans la promotion de logements neufs (principalement sous la forme d'appartements mais également de maisons individuelles groupées) et d'immobilier d'entreprise en France et en Europe (Allemagne et Espagne).

Le groupe a livré depuis sa création il y a plus de 40 ans environ 75.000 appartements et maisons individuelles dans 200 communes en France et à l'étranger.

Basé sur une solide présence en France, LNC met en œuvre une stratégie de concentration sur les marchés où il est déjà présent, notamment l'Espagne et l'Allemagne. Par ailleurs, si le groupe est essentiellement un promoteur de logements résidentiels neufs, celui-ci développe également son activité en immobilier d'entreprise en France.

La clientèle de LNC est diversifiée, composée d'une majorité d'acquéreurs-utilisateurs, d'acquéreurs investisseurs et d'investisseurs institutionnels.

1.1.2.2.1 Le logement

Pour l'activité de promotion de logements neufs, le Groupe LNC se positionne principalement dans le marché de milieu de gamme dans certaines grandes agglomérations de France, Espagne et Allemagne, avec des prix par m² habitable allant de 3.000 à 6.000 euros.

Les produits

Le groupe, sous les marques « Les Nouveaux Constructeurs », « CFH » en France, la marque « Premier » en Espagne, et la marque « Concept Bau » en Allemagne, construit et commercialise des logements neufs destinés à l'accession à la propriété et, dans une moindre mesure, à l'investissement locatif.

Le groupe se spécialise dans le logement pour la classe moyenne et définit ses produits selon la clientèle visée par chaque implantation, à la suite d'études réalisées par l'équipe locale et, éventuellement, d'études externes quand il est nécessaire d'obtenir un avis indépendant du groupe.

LNC propose toutes les tailles de logement (du studio au grand appartement de plus de 5 pièces et des maisons de 3 à plus de 6 pièces). Certains programmes incluent des parties communes avec parc privatif et installations sportives (piscine).

Les clients

Le groupe adopte une approche traditionnelle de commercialisation. Il a dans toutes ses implantations un bureau de vente généralement implanté sur le terrain même, visant principalement la clientèle locale habitant à proximité du programme.

Si la commercialisation en bureau de vente constitue la majorité des ventes, il existe également d'autres modes de distribution de logements : vente par le biais de prescripteurs (une équipe interne de vente animant ces prescripteurs), ventes en bloc (à des bailleurs sociaux ou des SCPI).

Implantations géographiques

Le groupe réalise son chiffre d'affaires de promotion de logements neufs à partir de ses implantations en France, en Espagne et en Allemagne. Les 10 agglomérations européennes où le groupe est présent comprennent 8 des 40 plus grandes agglomérations de l'union européenne.

La France

Le groupe est présent en France, dans les grandes agglomérations de Paris, Lyon, Marseille, Cannes-Nice, Montpellier, Toulouse et, depuis peu, Nantes et Bordeaux.

Un programme type du groupe en France est un programme de 60 appartements, composés majoritairement de deux chambres, pour une surface habitable de 60 m² environ.

En règle générale, LNC procède à la recherche foncière et commercialise directement ses programmes, la maîtrise d'œuvre d'exécution est en revanche aujourd'hui généralement assuré par des entreprises extérieures au groupe.

L'Espagne

LNC est présent à Madrid et à Barcelone. Un programme type du groupe en Espagne est un programme de 60 appartements, composés majoritairement de trois chambres, pour une surface habitable de 75 m² environ.

Le mode de fonctionnement de la filiale espagnole est le suivant : elle procède à la recherche foncière, assure la gestion de chaque programme immobilier, la maîtrise d'œuvre d'exécution et la commercialisation, avec une équipe composée d'une trentaine de collaborateurs.

L'Allemagne

Le groupe est présent historiquement à Munich avec sa filiale de promotion immobilière Concept Bau qui fonctionne à l'identique de celle de l'activité immobilière en France. Avec Zapf, le groupe est également présent à Bayreuth et possède des sites de production de garages dans d'autres agglomérations allemandes et un réseau de commercialisation couvrant toute l'Allemagne.

Concept Bau n'accomplit qu'une mission technique partielle de « maîtrise d'œuvre d'exécution », laquelle est systématiquement partagée avec des bureaux d'études extérieurs au Groupe. Concept Bau assure en revanche la recherche foncière et la commercialisation de ses programmes.

Modalités de comptabilisation du chiffre d'affaires

Le chiffre d'affaires et le résultat sont appréhendés selon la norme IAS 18 « Produits des activités ordinaires ». L'interprétation de l'IFRIC 15 relative à la comptabilisation des revenus des contrats de construction de promotion immobilière considère que la norme IAS 11 n'est pas applicable pour les contrats de construction immobilière et que la comptabilisation relève de la norme IAS 18 qui indique que le produit doit être constaté à l'achèvement. Néanmoins, l'IFRIC reconnaît que certaines spécificités en droit local peuvent entraîner un transfert progressif des risques et avantages liés à la possession du bien et qui se traduirait par la reconnaissance du revenu à l'avancement pour l'entreprise de construction.

En France, du fait de la législation particulière concernant la vente en l'état futur d'achèvement (VEFA) le transfert des risques et avantages aux acquéreurs se fait progressivement, et permet donc de reconnaître le revenu au fur et à mesure de son avancement.

Le chiffre d'affaires et la marge du groupe LNC, comptabilisés au cours d'un exercice, correspondent au montant total des transactions actées portant sur tous les lots vendus à la date de clôture de l'exercice, et pondéré par le pourcentage d'avancement technique.

Le groupe LNC reconnaît son chiffre d'affaires ainsi que les résultats des programmes immobiliers selon la méthode de l'avancement, cet avancement étant constitué tant d'un critère d'avancement technique de l'opération que d'un avancement commercial caractérisé par la signature avec les clients des actes transférant les risques et avantages.

L'avancement technique correspond au prix de revient stocké et engagé hors terrain par rapport au prix de revient budgété hors terrain.

L'avancement commercial correspond au chiffre d'affaires résultant des actes notariés transférant les risques et avantages rapporté au chiffre d'affaires total budgété.

La marge à terminaison est déterminée par différence entre les produits prévisionnels de l'opération, évalués en fonction des données prévisionnelles des contrats de chaque opération, et les coûts prévisionnels permettant la réalisation des programmes immobiliers. Ces coûts prévisionnels sont constitués exclusivement des coûts de revient directement affectables à chaque opération.

Le résultat à l'avancement est déterminé à partir de la marge à terminaison prévisionnelle du programme immobilier pondérée par l'avancement technique ainsi que par l'avancement commercial.

Pour les filiales étrangères du groupe LNC, le transfert de propriété est effectif au moment de la réception des travaux (suite à un état des lieux formalisé par le client). Cela conduit donc à comptabiliser l'intégralité du chiffre d'affaires à l'achèvement du contrat en Espagne et en Allemagne pour Concept Bau.

Indicateurs de suivi de l'activité

Les principaux indicateurs de suivi de l'activité utilisés par LNC sont :

- Les réservations qui représentent les promesses d'achat signées sous seing privé pour lesquelles un dépôt de garantie a été encaissé et le délai de rétractation est expiré.
- Le carnet de commandes qui correspond en France à la somme de la part non encore reconnue en comptabilité du chiffre d'affaires sur les ventes de logements signées et, du chiffre d'affaires attendu sur les programmes réservés et non encore signés. A l'étranger, le carnet de commande représente le chiffre d'affaires attendu sur les logements réservés non encore livrés. Il inclut le montant revenant aux associés extérieurs dans les programmes de co-promotion.
- Le portefeuille foncier qui représente les terrains maîtrisés, principalement sous la forme de promesses de vente sous conditions suspensives, permettant au groupe de disposer d'une visibilité sur son activité future. Ce portefeuille est mesuré en potentiel de chiffres d'affaires, en multipliant le nombre de logements non encore réservés par le prix unitaire moyen hors taxes par logement du programme correspondant. Par prudence, le portefeuille exclut les terrains maîtrisés dont le développement n'est pas prévu à court terme.

1.1.2.2.2 *Immobilier d'entreprise*

Cette activité représente une part minimale (1% en 2015) du chiffre d'affaires de LNC. Elle consiste en la construction vente de sièges sociaux, d'immeubles de bureaux et de centres de co-working.

1.1.2.2.3 *Autres activités - Zapf*

LNC est associé majoritaire de la société allemande ZAPF GmbH à hauteur de 92,9% en capital et droits de vote. Le solde des parts est détenu à hauteur de 7,1% en capital et droits de vote par Premier Investissement.

Zapf est une société créée en 1904 dont le siège social est en Bavière, à Bayreuth. Cette structure exerce son activité dans deux domaines :

- la construction de garages préfabriqués. Zapf est le leader allemand dans ce domaine, avec une part de marché supérieure à 30% et une capacité de production de 17 000 unités ;
- la construction de maisons préfabriquées en gamme moyenne pour les céder à des tiers, investisseurs ou promoteurs, sans vente de foncier.

Au cours de l'année 2015, LNC a pris la décision de cesser l'activité construction de maisons préfabriquées de Zapf (« Zapf Bau »). Il est prévu de fermer cette activité courant 2016. En conséquence, cette activité, distincte des garages, relève de la norme IFRS 5 « Actifs non courants détenus en vue de la vente et activités abandonnées » et est donc isolée dans les comptes LNC.

1.1.2.3 Déterminants de l'activité de promotion immobilière

Le métier de promotion immobilière de logements consiste en la réunion des moyens et des financements pour la construction et la commercialisation de logements neufs.

Les étapes clés d'un programme classique de promotion résidentiel sont dans l'ordre chronologique : recherche et sélection foncière, obtention du permis de construire, pré-commercialisation du programme (contrats de réservation), achat du terrain, commercialisation du programme (contrats de vente), construction, livraison, service après-vente.

L'évolution de l'activité de promotion immobilière est tributaire de certains facteurs comme :

Les prix des logements neufs

Quand bien même une hausse des prix des logements n'entraîne pas nécessairement de blocage des ventes dans la mesure où les accédants et investisseurs sont confiants dans un marché de l'immobilier en hausse, des prix excessivement élevés dans une conjoncture économique difficile peuvent constituer un frein.

A surface et à localisation équivalente, les biens neufs sont généralement plus chers que les logements anciens (y compris en incluant les frais de notaire). Ils bénéficient toutefois d'aides comme le PTZ³ ou d'avantages fiscaux qui permettent de réduire cet écart.

Les taux de crédits immobiliers

Les taux d'intérêt des crédits immobiliers ont un impact majeur sur l'activité de promotion immobilière. Leur évolution freine ou accélère les projets immobiliers des ménages et investisseurs et a un impact sur les charges et produits financiers des promoteurs.

Les avantages pour l'investissement locatif

Le marché des logements neufs (collectifs essentiellement) dépend fortement, depuis plus de vingt ans, des dispositifs fiscaux pour favoriser l'investissement locatif. Cette spécificité du marché immobilier n'a pas été remise en cause ces dernières années.

Les octrois de prêts à taux zéro

Ce dispositif relève des différentes aides de l'Etat au marché de l'immobilier. Réservé depuis 2012 uniquement au neuf avec l'introduction d'un plafond de ressources, la nouvelle réforme mise en place en 2016 permet à plus de ménages d'y accéder, avec des conditions plus favorables (allongé du différé de remboursement, etc...) et son extension, sous conditions, à l'ancien.

La disponibilité et le prix du foncier

L'accès au foncier constitue un élément déterminant de l'activité de promotion immobilière. Les promoteurs doivent donc opérer un travail de veille sur les mises sur le marché de terrains publics et privés. Le prix du foncier détermine aussi largement les prix de ventes des logements, car il représente environ 50% du coût d'une opération.

La situation économique et financière des ménages

L'achat d'un logement représentant une charge financière importante pour les ménages (environ 4,5 années de revenus pour un logement standard), il est nécessaire de prendre en compte l'évolution du chômage, du pouvoir d'achat et des revenus pour analyser le marché de l'immobilier.

Les tendances démographiques

Le nombre de ménages progresse rapidement en France en raison de la décohabitation liée aux divorces, la hausse de l'espérance de vie et du nombre croissant des personnes âgées vivant seules, etc... Or cette croissance n'est pas suivie par une hausse similaire des logements neufs, ce qui contribue à accroître le déficit de logements. Ce déficit structurel est estimé à environ 1 million de logements.

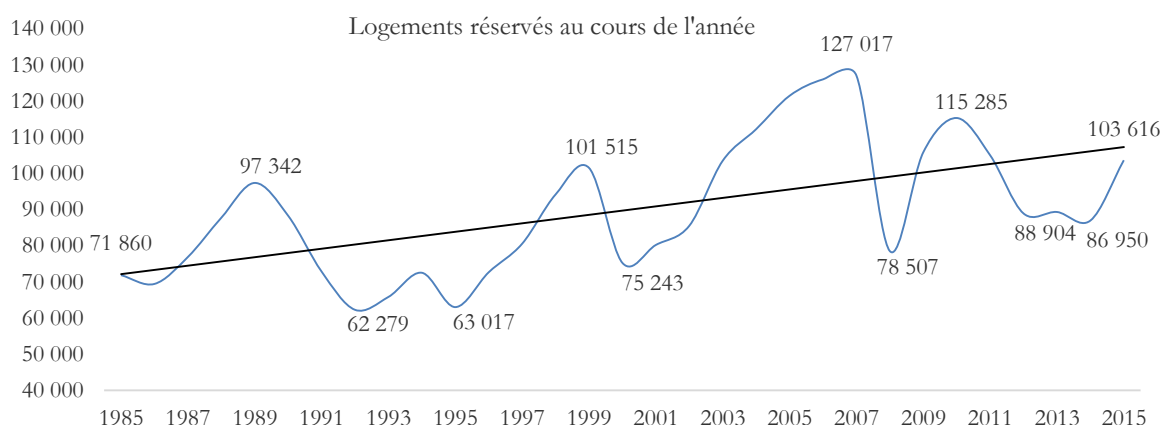
³ Prêt à taux zéro

1.1.2.4 Environnement économique

En France

Le chiffre d'affaires de l'activité de promotion immobilière en France selon le type d'ouvrage se répartit entre les logements collectifs en immeubles ou en résidences (68%), les maisons individuelles (19%), les bureaux, commerces, usines ou exploitations agricoles (7%) et les autres bâtiments (6%).

Le nombre de logements réservés en France historiquement évolue de manière cyclique comme le montre le graphique suivant :



Source : SOeS

L'exercice 2015 a constitué une phase de transition pour les promoteurs immobiliers. Après quatre années difficiles (de 2011 à 2014 compris), les promoteurs ont connu une augmentation des ventes de logements neufs. Une tendance qui devrait se poursuivre en 2016 en raison d'une meilleure orientation des déterminants positifs qui avaient porté l'activité l'année précédente et qui sont énumérés au 1.1.2.3. Cette tendance favorable est aujourd'hui portée par les conditions de financement et politique de l'Etat.

Des conditions de financement favorables

Poursuivant la tendance de 2014, les taux des crédits à l'habitat ont diminué en 2015, pour s'établir à un niveau moyen de 2,3% (taux fixe d'une échéance supérieure à un an). Une situation qui améliore le pouvoir d'achat immobilier des ménages. Dans ce contexte, le montant des crédits nouveaux accordés a progressé de 73% sur un an, même si une partie des opérations a concerné des renégociations de prêts.

Ce recul des taux s'est accompagné d'un desserrement des conditions d'octroi de crédits de la part des banques. Ces dernières ont assoupli leur politique de financement de l'habitat, ceci s'expliquant principalement par la diminution du coût de la ressource qui leur a permis de proposer des offres attractives.

Une volonté Etatique de soutenir à la fois l'accession et l'investissement

Les pouvoirs publics cherchent à soutenir la construction neuve à la fois à travers les segments de l'accession à la propriété et de l'investissement locatif qui représente à eux deux 76% des types de réservations⁴.

En ce qui concerne l'accession, le PTZ+ représente le principal instrument de soutien. Si la réforme de 2015 a conduit à un accroissement de plus de 25% du nombre de PTZ+ accordés, de nouvelles modifications ont été apportées en 2016 pour accroître encore l'impact de ce financement à taux zéro (hausse du montant empruntable, de la période de différé de remboursement, du plafond de revenu...).

Pour l'investissement locatif, la mise en place de l'avantage Pinel en septembre 2014, prolongé jusqu'à fin 2017, a eu un impact majeur en 2015. L'assouplissement du dispositif a notamment conduit à attirer un nombre important de ménages convaincus de la pertinence de l'investissement dans la pierre, dans un contexte de morosité des autres placements financiers. En effet, les investissements qui bénéficient du dispositif Pinel entraîne trois changements majeurs pour les investisseurs : la possibilité de choisir la durée d'engagement de location (6 ou 9 ans avec faculté de prolongement jusqu'à 12 ans), la possibilité de louer le logement à un ascendant ou descendant (pour les investissements réalisés à compter du 1^{er} janvier 2015) et l'avantage fiscal pour les sociétés civiles de placement immobilier (SCPI) est aligné sur celui des particuliers.

En Allemagne

L'environnement macro-économique reste positif en Allemagne. En 2015, le PIB s'élève à 3 026 Mds € affichant une croissance de 1,7% par rapport à 2014. Le niveau de chômage est toujours très bas à 4,6% et bien inférieur à la moyenne européenne (9,4%).

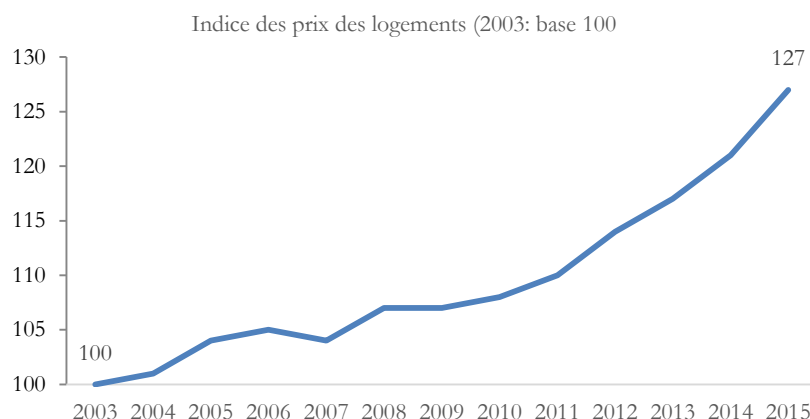
Le marché immobilier allemand s'est longtemps caractérisé par des prix raisonnables. En effet, la politique de reconstruction suite à la seconde guerre mondiale a créé une offre abondante de logements, en particulier locatifs, développant ainsi une part importante de locataires.

De plus, la demande de logements au niveau nationale se répartit de façon homogène sur l'ensemble du territoire. L'Allemagne compte 13 métropoles de plus d'1 millions d'habitants (contre 7 en France) avec d'importantes zones, économiquement dynamiques, dans tout le pays. En outre, le niveau faible de natalité justifie la détente des prix.

Cette fluidité du marché du logement explique aussi le niveau bas des loyers et le taux de propriétaire le plus bas de l'Union Européenne (53%). Toutefois, le marché du logement allemand fait l'objet de mutations profondes ces dernières années. Le prix de l'immobilier a fortement augmenté.

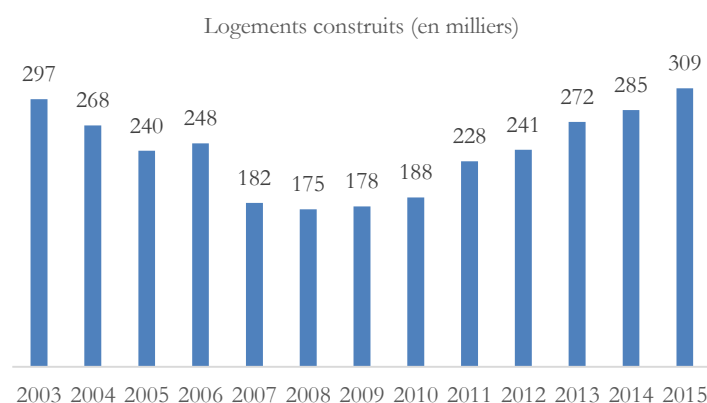
Comme le montre le graphique suivant, les prix des logements en Allemagne ont augmenté de 27% entre (2003-2015).

⁴ Ventes en accession (38%, ventes aux investisseurs (38%), ventes en bloc (19%) et résidences de services (5%)



Source : European Mortgage Federation National Experts, National Statistics Offices, National central banks, Eurostat, OECD

Cette évolution des prix s'est accompagnée d'une hausse des coûts de construction (+23% entre 2005-2015). Pour sa part, le nombre de logements construits a dépassé le niveau d'avant crise. En 2015, 309 milliers de logements ont été construits, un niveau maximum historique depuis 12 ans.



Source : Eurostat, Federal Statistical Office Germany

En termes de financement, l'Allemagne propose des prêts majoritairement à taux fixe pour une durée moyenne de 25 ans. Son encours de crédit immobilier par habitant s'élève à 13.369€ (contre 12.197€ pour la moyenne européenne) et son ratio d'encours de crédit immobilier sur le revenu disponible brut des ménages s'établit à 57% (contre 68% pour la moyenne européenne).

Les fondamentaux du marché de l'immobilier dans l'agglomération de Munich, principal marché de Concept Bau en Allemagne, continuent d'évoluer favorablement. Même si le prix de vente au m² a tendance à se stabiliser, la demande reste forte et l'offre se maintient à un niveau relativement bas.

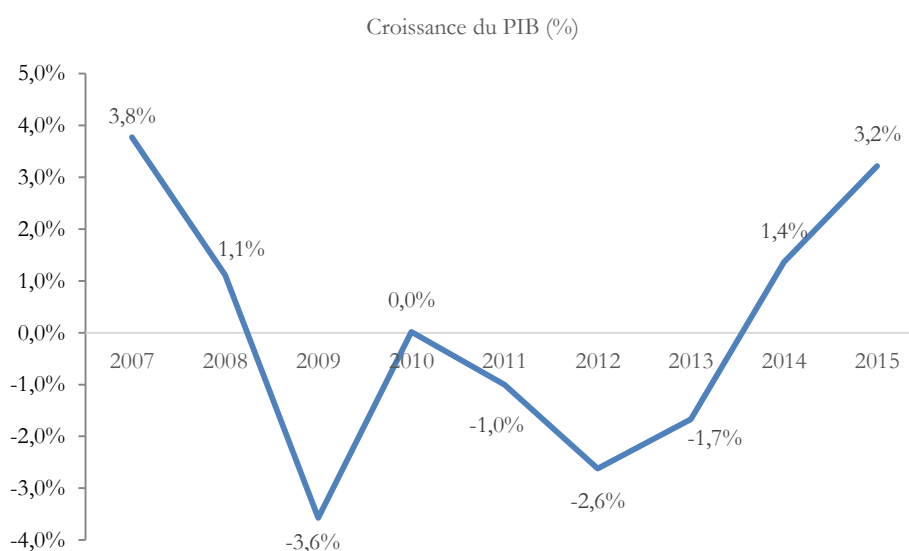
Munich, dont le centre économique est le plus important d'Allemagne avec une population disposant d'un pouvoir d'achat élevé, connaît une forte demande en logements neufs qui résulte de la politique de la ville à favoriser la création de droits à bâtir supplémentaires. Munich reste ainsi le premier marché de l'immobilier en Allemagne avec un niveau de prix élevé, cohérent avec les métropoles européennes comparables.

La tendance du marché immobilier en Allemagne est donc, en synthèse, favorable.

En Espagne

Après cinq ans de récession, l'Espagne a renoué avec la croissance à partir de 2013. En 2015, la croissance du PIB s'est établie à 3,2%, tirée principalement par la demande intérieure. Ce redressement est le fruit de réformes visant à renforcer le secteur bancaire, d'actions de la Banque centrale Européenne, d'une amélioration de la viabilité des finances publiques, et de réformes destinées à améliorer le fonctionnement du marché de travail.

Le double impact de l'éclatement de la bulle immobilière et de la crise financière de 2008 a clairement impacté la croissance du PIB depuis 2007.



Source : Banque mondiale

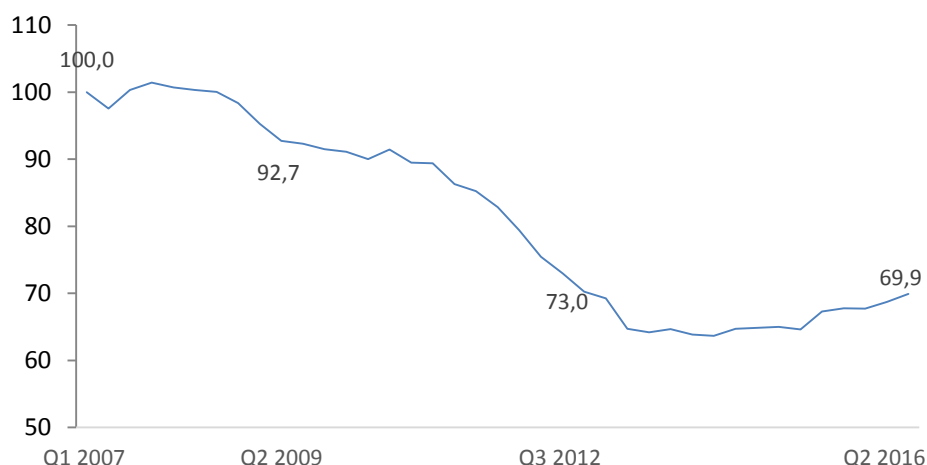
Pour autant, le défi principal pour la quatrième économie de la zone euro est de réduire le chômage. Si des réformes ont été prises pour dynamiser le marché de l'emploi, le taux de chômage reste quand même élevé (près de 20% fin 2015).

Concernant le secteur de l'immobilier, la crise de 2008 a provoqué une paralysie du marché du logement neuf, marqué par un quasi arrêt des mises en chantier. Le stock de logement a atteint son niveau maximum historique en 2009 pour s'établir à 550 000 à fin 2014. Ce stock concerne essentiellement la côte méditerranéenne et d'autres villes où la demande en logements a été surévaluée.

Dans ce contexte, il convient de rappeler que LNC exerce son activité en Espagne exclusivement à Madrid et Barcelone. Ces deux villes ont été moins impactées par la crise en raison d'une demande captive de la part des primo-accédants.

En matière des prix des logements, ceux-ci sont orientés à la hausse après un point bas historique enregistré durant le 3^{ème} trimestre 2012 témoignant d'un regain de confiance dans le marché de l'immobilier espagnol.

Indice des prix des logements (2007: base 100), Trimestriel



Source : Instituto Nacional de Estadística (INE)

Plusieurs facteurs fondamentaux sont de nature à pérenniser le redémarrage de l'activité immobilière espagnole :

- La culture de l'achat immobilier des citoyens espagnols avec un taux de propriété le plus fort en Europe, de l'ordre de 85% ;
- La quasi-absence de marché locatif ;
- Une demande structurelle, de l'ordre de 350 000 logements par an, alimentée par une évolution démographique favorable.

La tendance du marché immobilier des villes espagnoles où se situe LNC reste donc favorable.

1.1.2.5 Performance économique historique de LNC

La performance économique de LNC résulte de données macroéconomiques (baisse des taux d'intérêts, mise en œuvre de dispositifs fiscaux, etc...) et de données intrinsèques à la Société.

La performance économique historique de LNC s'analyse au travers des indicateurs de suivi de l'activité que sont les réservations, le carnet de commande ainsi que le portefeuille foncier décrits précédemment. Cette analyse est effectuée à court terme sur les trois derniers exercices (de 2013 à 2015).

Sa performance économique doit être également mise en regard du marché dans laquelle elle opère en observant sa part de marché en France et sa marge opérationnelle par rapport aux sociétés opérant dans le même secteur. Cette analyse est effectuée à long terme sur les douze derniers exercices (de 2004 à 2015).

Part de marché

La part de marché historique (2004-2015) sur le marché français de la promotion immobilière de LNC et de ses concurrents se présente comme suit :

Part de marché	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Moyenne
BNP Paribas real estate	0,0%	3,0%	2,8%	2,7%	1,7%	2,7%	3,4%	2,4%	2,1%	0,0%	0,0%	0,0%	1,7%
Bouwfonds Marignan	2,4%	2,0%	2,2%	2,2%	2,6%	2,6%	3,1%	3,1%	2,3%	2,1%	3,0%	0,0%	2,3%
Bouygues	6,0%	6,8%	8,1%	8,7%	9,8%	10,2%	11,9%	13,6%	11,2%	11,6%	12,7%	10,9%	10,1%
Cogedim	2,0%	1,9%	2,6%	2,6%	3,3%	4,3%	3,6%	4,0%	3,6%	4,2%	5,2%	5,9%	3,6%
Eiffage Immobilier	2,5%	2,6%	2,5%	2,5%	1,9%	2,4%	2,6%	3,0%	3,1%	3,7%	3,9%	3,4%	2,8%
Icade	2,9%	3,3%	3,5%	3,8%	3,9%	5,5%	4,8%	5,1%	4,8%	4,0%	4,4%	3,9%	4,2%
Kaufman & Broad	5,2%	6,3%	6,6%	6,4%	6,2%	4,5%	5,8%	6,1%	6,2%	6,0%	6,8%	6,7%	6,1%
Nexity	6,9%	7,4%	8,4%	8,6%	9,3%	10,2%	10,3%	10,9%	11,5%	11,3%	11,9%	11,5%	9,9%
LNC	1,2%	1,0%	1,0%	1,6%	0,0%	1,2%	1,2%	2,1%	2,1%	2,1%	1,8%	2,3%	1,5%
Sogeprom	2,5%	2,1%	2,5%	1,3%	0,0%	0,0%	0,0%	1,6%	2,5%	3,0%	2,7%	0,0%	1,5%
Vinci	0,0%	1,4%	2,2%	2,4%	2,3%	3,4%	3,6%	3,6%	2,6%	3,2%	3,8%	4,1%	2,7%
Total	31,6%	37,8%	42,4%	42,8%	41,0%	47,0%	50,3%	55,5%	52,0%	51,2%	56,2%	48,7%	46,4%

Source : SG Cross Asset Research/Equity

La part de marché de LNC en France dans le secteur de la promotion immobilière a oscillé entre 1,0% et 2,3% sur la période analysée.

Plus récemment, soit depuis 2011, cette part de marché a franchi la barre des 2% et s'est établie en 2015 à 2,3%. Cette tendance positive en termes de conquête de part de marché devrait se poursuivre.

Marge opérationnelle par rapport au secteur

Le taux de marge opérationnelle historique (2004-2015) sur le marché français de la promotion immobilière de LNC et de ses concurrents se présente comme suit :

Marge d'EBIT	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Moyenne
Bouygues	nc	10,0%	10,9%	10,1%	8,4%	6,8%	8,4%	8,2%	7,5%	7,1%	6,3%	6,0%	8,2%
Cogedim	nc	nc	nc	7,2%	7,8%	7,6%	8,8%	9,5%	10,5%	6,5%	5,4%	7,6%	7,9%
Eiffage Immobilier	nc	nc	nc	nc	nc	nc	7,7%	8,3%	7,5%	7,7%	7,2%	6,3%	7,5%
Icade	nc	nc	11,2%	9,6%	7,7%	4,1%	6,5%	7,0%	4,8%	6,5%	5,2%	4,0%	6,7%
Kaufman & Broad	11,1%	11,5%	12,8%	13,1%	7,6%	2,7%	7,1%	8,5%	8,3%	7,4%	6,8%	8,1%	8,8%
Nexity	12,0%	16,9%	14,5%	14,8%	10,0%	8,0%	7,2%	9,0%	8,5%	8,9%	9,0%	8,9%	10,6%
Les Nouveaux Constructeurs	11,2%	8,7%	10,7%	10,6%	3,7%	4,3%	4,3%	5,3%	4,3%	7,1%	8,1%	11,2%	7,5%
Sogeprom	nc	nc	nc	nc	nc	nc	nc	nc	4,4%	3,8%	5,6%	nc	4,6%
Vinci	nc	nc	nc	nc	nc	9,1%	12,7%	7,7%	7,6%	7,2%	4,8%	7,9%	8,1%
Médiane	11,2%	10,8%	11,2%	10,4%	7,8%	6,8%	7,5%	8,3%	7,5%	7,1%	6,3%	7,8%	8,5%

Source : SG Cross Asset Research/Equity

nc : non communiqué

Le taux de marge opérationnelle historique de LNC s'élève à 7,5%, taux qui reste inférieur à la moyenne des taux de marge médians observés chaque année sur les sociétés opérant dans le même secteur (8,5%).

LNC, dont la marge a fortement été impactée à compter de 2008 en raison de la crise financière et de la crise immobilière en Espagne, a vu son taux de marge évoluer positivement depuis 2012. Cette tendance haussière amorcée devrait se poursuivre.

Réservations

Les réservations de LNC, qui représentent les promesses d'achats signées pour lesquelles un dépôt de garantie a été encaissé et le délai de rétractation expiré, se présente comme suit sur les trois dernières années historiques (2013-2015) :

Réservations En m€	2013	2014	2015	Var 15/13 m€	TCAM 15/13 %
France	425	378	559	134	15%
Espagne	54	80	112	58	44%
Allemagne	47	66	108	61	52%
<i>Dont Concept Bau</i>	<i>33</i>	<i>53</i>	<i>95</i>	<i>62</i>	<i>70%</i>
<i>Dont Zapf</i>	<i>14</i>	<i>13</i>	<i>13</i>	<i>-1</i>	<i>-4%</i>
Total résidentiel	526	524	779	253	22%
Immobilier d'entreprise	4	56	2	-2	-29%
Total	530	580	781	251	21%

Source : Rapport financier annuel et documents de référence LNC

Le montant de réservations s'établit à 781m€ en 2015 contre 530m€ en 2013, représentant ainsi une hausse de 251m€ et un taux de croissance annuel moyen des réservations de 21% sur cette période.

Cette hausse des réservations est portée principalement par l'activité en France dont le nombre de réservations progresse de 134m€ de 2013 à 2015, soit un taux de croissance annuel moyen de 15%.

La hausse des réservations observée entre 2014 et 2015 devrait permettre à LNC d'observer une hausse de son chiffre d'affaires sur les années 2016 et 2017, une fois le chiffre d'affaires relatif à ces ventes de logements reconnu en comptabilité.

Carnet de commandes

Le carnet de commande de LNC, qui représente le stock de chiffre d'affaires non reconnu encore en comptabilité, en France sur les ventes de logements signées ou réservées mais non encore signés et à l'étranger sur les ventes de logements non encore livrés, se présente comme suit à la fin des trois dernières années historiques (31 décembre 2013 au 31 décembre 2015) :

Carnet de commandes En m€	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	Var 15/13 m€	TCAM 15/13 %
France	498	481	598	100	10%
Espagne	84	107	150	66	34%
Allemagne	69	100	153	84	49%
<i>Dont Concept Bau</i>	<i>34</i>	<i>66</i>	<i>114</i>	<i>80</i>	<i>83%</i>
<i>Dont Zapf</i>	<i>35</i>	<i>34</i>	<i>39</i>	<i>4</i>	<i>6%</i>
Total résidentiel	651	688	901	250	18%
Immobilier d'entreprise	1	46	43	42	556%
Total	652	734	944	292	20%

Source : Rapport financier annuel et documents de référence LNC

Le carnet de commandes s'établit à 944m€ à fin 2015 contre 652m€ fin 2013, représentant ainsi une hausse de 292m€ et un taux de croissance annuel moyen du carnet de commandes de 20% sur cette période.

La hausse du carnet de commande est portée par la France et l'Allemagne (Concept Bau) dont le carnet de commande progresse respectivement de 100m€ et 84m€ entre fin 2013 et fin 2015, soit des taux de croissance annuel moyen de 10% et 49%.

Ce stock de chiffre d'affaires non encore reconnu en comptabilité au 31 décembre 2015 devrait permettre de connaître une hausse du chiffre d'affaires sur les années 2016 et 2017, une fois le chiffre d'affaires relatif à ces ventes de logements reconnu en comptabilité.

Portefeuille foncier

Le portefeuille foncier de LNC, qui représente les terrains maîtrisés et qui est déterminé en calculant le nombre de logements non encore réservés par le prix par logement correspondant, se présente comme suit à la fin des trois dernières années historiques (31 décembre 2013 au 31 décembre 2015) :

Portefeuille foncier	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	Var 15/13	TCAM
En m€				m€	15/13 %
France	1 738	2 195	2 365	627	17%
Espagne	46	46	89	43	39%
Allemagne	226	221	200	-26	-6%
<i>Dont Concept Bau</i>	<i>226</i>	<i>221</i>	<i>200</i>	<i>-26</i>	<i>-6%</i>
<i>Dont Zapf</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>na</i>
Total résidentiel	2 010	2 462	2 654	644	15%
Immobilier d'entreprise	244	197	300	56	11%
Total	2 254	2 659	2 954	700	14%

Source : Rapport financier annuel et documents de référence LNC

Le portefeuille foncier s'élève à 2.954m€ à fin 2015 contre 2.254m€ fin 2013, représentant ainsi une hausse de 700m€ et un taux de croissance annuel moyen du portefeuille foncier de 14% sur cette période.

La hausse du portefeuille foncier est portée par la France dont le portefeuille foncier progresse de 627m€ entre fin 2013 et fin 2015, soit un taux de croissance annuel moyen de 17%.

Ce potentiel de chiffre d'affaires, conséquent au 31 décembre 2015, permet à LNC de disposer d'une visibilité sur son activité future à court terme (horizon de 3 ans). Il devrait permettre à LNC de générer un chiffre d'affaires à court terme supérieur au niveau de chiffre d'affaires observé en 2015.

1.1.2.6 Performance financière historique 2013–2015

La société clôture ses comptes annuels chaque année au 31 décembre. Le compte de résultat synthétique des trois derniers exercices se présente comme suit :

En k€	31/12/2013 ¹ (12 mois)	31/12/2014 ² (12 mois)	31/12/2015 (12 mois)	Var 15/14 %	TCAM 15/13 %
Chiffre d'affaires	603 122	470 344	505 903	7,6%	-8,4%
<i>Taux de croissance</i>	<i>na</i>	<i>-22,0%</i>	<i>7,6%</i>		
Marge brute	129 483	119 516	133 125	11,4%	1,4%
% du C.A.	21,5%	25,4%	26,3%		
EBITDA	46 799	43 515	59 664	37,1%	12,9%
% du C.A.	7,8%	9,3%	11,8%		
EBIT	42 708	38 208	56 477	47,8%	15,0%
% du C.A.	7,1%	8,1%	11,2%		
Quote-part dans les résultats des entreprises associées	3 684	3 326	1 682	-49,4%	-32,4%
Résultat financier	-3 283	-2 253	-4 268	89,4%	14,0%
Impôts sur les sociétés	-14 863	-3 652	-11 521	215,5%	-12,0%
<i>% du résultat des activités avant impôt</i>	<i>-34,5%</i>	<i>-9,3%</i>	<i>-21,4%</i>		
Résultat net des activités poursuivies	28 246	35 629	42 370	18,9%	22,5%
% du C.A.	4,7%	7,6%	8,4%		
Résultat net des activités abandonnées	na	-2 075	-17 491	743%	na
Résultat net de l'ensemble consolidé	28 246	33 554	24 879	-25,9%	-6,1%
Dont part revenant aux intérêts non contrôlés	269	4 604	3 260	-29,2%	248,1%
Dont Résultat Net Part du Groupe	27 977	28 950	21 619	-25,3%	-12,1%

Source : Rapport financier annuel 2015 et document de référence 2014 - Les Nouveaux Constructeurs

¹ Comptes pro forma au 31/12/2013 retraités des normes IFRS 10 et 11 appliqués à compter du 1er janvier 2014 mais non retraités d'IFRS 5 relatif à l'activité destinée à être cessée (ZAPF Bau)

² Comptes pro forma au 31/12/2014 retraités d'IFRS 5 relatif à l'activité destinée à être cessée (ZAPF Bau)

Au cours de l'année 2015, LNC a pris la décision de cesser l'activité construction de maisons préfabriquées de Zapf (« Zapf Bau »), la fermeture étant prévue en 2016. En conséquence, cette activité, distincte de l'activité de construction de garages préfabriqués, relève de la norme IFRS 5 « Actifs non courants détenus en vue de la vente et activités abandonnées ». Conformément à la norme IFRS 5, le résultat net des activités abandonnées prend en compte le résultat de ces activités au cours de la période ainsi que les plus ou moins-values de cessions réalisées sur la période lors de la cession ou l'arrêt de l'activité.

Au 31 décembre 2015, le compte de résultat détaillé de l'activité Zapf Bau a été reclassé sur la ligne « Résultat des activités abandonnées », ainsi que les actifs et passifs sur la ligne « Actifs/passifs liés aux actifs destinés à être cédés ». Des comptes pro forma au 31 décembre 2014 ont par ailleurs été établis.

Les comptes au 31 décembre 2013 ne sont en revanche pas retraités d'IFRS 5 relatif à l'activité de constructions de maisons préfabriquées destinée à être cessée (Zapf Bau) et intègrent donc l'activité de ce segment dans le chiffre d'affaires, l'EBITDA⁵ et l'EBIT⁶. N'étant donc pas comparables avec les comptes au 31 décembre 2015 et 31 décembre 2014⁷, ils sont présentés à titre indicatif et sont donc exclus de notre analyse des comptes historiques qui se base sur la comparabilité de ces derniers.

Chiffre d'affaires

Le chiffre d'affaires est en hausse de 7,6% de 2014 à 2015 passant de 470.344k€ à 505.903k€.

⁵ EBITDA : Earnings before interests, taxes, depreciation and amortization, s'apparente à l'excédent brut d'exploitation.

⁶ EBIT : Earnings before interests and taxes, correspond au résultat opérationnel.

⁷ Comptes pro forma

Chiffre d'affaires				
En k€	31/12/2014	%	31/12/2015	%
France	298 526	63,5%	314 230	62,1%
Espagne	60 681	12,9%	58 995	11,7%
Allemagne	108 269	23,0%	128 004	25,3%
<i>Zapf - garages préfabriqués</i>	<i>87 862</i>	<i>18,7%</i>	<i>80 556</i>	<i>15,9%</i>
<i>Hors Zapf¹</i>	<i>20 407</i>	<i>4,3%</i>	<i>47 448</i>	<i>9,4%</i>
Total résidentiel	467 476	99,4%	501 229	99,1%
Immobilier d'entreprise	2 868	0,6%	4 674	0,9%
Total	470 344	100,0%	505 903	100,0%

¹ Concept Bau

L'analyse de la composition du chiffre d'affaires par pays et activité est à relativiser, les méthodes de comptabilisation du chiffre d'affaires étant différentes selon les pays (à l'avancement en France et à l'achèvement en Espagne et en Allemagne) et dépendant ainsi fortement de la date de livraison des projets en Allemagne et en Espagne.

Elle fait toutefois apparaître la légère diminution de la part des ventes de la France au profit de l'Allemagne portée par l'activité de Concept Bau qui représente 9,4% du chiffre d'affaires total en 2015 contre 4,3% en 2014 suite à la livraison de 2 programmes représentant 88 logements.

En Espagne, le chiffre d'affaires 2015 (58.995k€) correspond essentiellement à la livraison de trois programmes à Madrid et trois programmes à Barcelone, pour un total de 332 logements.

Le chiffre d'affaires 2015 de l'activité garages préfabriqués (Zapf) s'élève à 80.556k€ et diminue légèrement en proportion du chiffre d'affaires total sur 2015 (15,9% contre 18,7% en 2014). Zapf a connu un repli des ventes en 2015 et livré 14.953 garages contre 16.592 en 2014.

L'immobilier d'entreprise représente une part non significative du chiffre d'affaires du groupe (0,6% en 2014 et 0,9% en 2015).

EBITDA

L'EBITDA de LNC comprend en plus du coût des ventes, principalement les charges de personnel (notamment sur Zapf), des autres charges et produits opérationnels (locations et charges locatives, des services extérieurs, des honoraires, etc...).

L'EBITDA, dont le taux de marge progresse de 9,3% en 2014 à 11,8% en 2015, s'établit à 59.664k€ en 2015.

En k€	31/12/2013 ¹ (12 mois)	31/12/2014 ² (12 mois)	31/12/2015 (12 mois)	Var 15/14 %	TCAM 15/13 %
Chiffre d'affaires	603 122	470 344	505 903	7,6%	-8,4%
<i>Taux de croissance</i>	<i>na</i>	<i>-22,0%</i>	<i>7,6%</i>		
Coûts des ventes	-473 639	-350 828	-372 778	6,3%	-11,3%
<i>% du C.A.</i>	<i>-78,5%</i>	<i>-74,6%</i>	<i>-73,7%</i>		
Marge brute	129 483	119 516	133 125	11,4%	1,4%
% du C.A.	21,5%	25,4%	26,3%		
Charges de personnel	-53 427	-51 879	-51 420	-0,9%	-1,9%
<i>% du C.A.</i>	<i>-8,9%</i>	<i>-11,0%</i>	<i>-10,2%</i>		
Autres charges et produits opérationnels courants	-27 461	-18 388	-18 538	0,8%	-17,8%
<i>% du C.A.</i>	<i>-4,6%</i>	<i>-3,9%</i>	<i>-3,7%</i>		
Impôts et taxes	-1 796	-1 934	-1 507	-22,1%	-8,4%
<i>% du C.A.</i>	<i>-0,3%</i>	<i>-0,4%</i>	<i>-0,3%</i>		
Autres charges et produits opérationnels non courants	0	-3 800	-1 996	-47,5%	na
<i>% du C.A.</i>	<i>0,0%</i>	<i>-0,8%</i>	<i>-0,4%</i>		
EBITDA	46 799	43 515	59 664	37,1%	12,9%
% du C.A.	7,8%	9,3%	11,8%		
Charges liées aux amortissements	-4 091	-3 942	-3 187	-19,2%	-11,7%
<i>% du C.A.</i>	<i>-0,7%</i>	<i>-0,8%</i>	<i>-0,6%</i>		
EBITA	42 708	39 573	56 477	42,7%	15,0%
% du C.A.	7,1%	8,4%	11,2%		
Charge de dépréciation du goodwill	0	-1 365	0	-100,0%	na
<i>% du C.A.</i>	<i>0,0%</i>	<i>-0,3%</i>	<i>0,0%</i>		
EBIT	42 708	38 208	56 477	47,8%	15,0%
% du C.A.	7,1%	8,1%	11,2%		

Source : Rapport financier annuel 2015 et document de référence 2014 - Les Nouveaux Constructeurs

¹ Comptes pro forma au 31/12/2013 retraités des normes IFRS 10 et 11 appliqués à compter du 1er janvier 2014 mais non retraités d'IFRS 5 relatif à l'activité destinée à être cessée (ZAPF Bau)

² Comptes pro forma au 31/12/2014 retraités d'IFRS 5 relatif à l'activité destinée à être cessée (ZAPF Bau)

Cette hausse en 2015 s'explique d'une part, par la hausse de la marge brute qui s'élève à 26,3% en 2015 contre 25,4% en 2014, et par la maîtrise des charges de personnel qui restent stables en valeur absolue et qui représentent 10,2% du chiffre d'affaires contre 11,0% en 2014.

Le résultat opérationnel (ou EBIT)

L'EBIT comprend les mêmes éléments que l'EBITDA mais également les charges liées aux amortissements et la charge de dépréciation du goodwill.

Le taux de marge d'EBIT suit la même tendance que le taux de marge d'EBITDA.

Il progresse de 8,1% en 2014 à 11,2% en 2015, les charges liées aux amortissements restant stables en proportion du chiffre d'affaires et la société ayant comptabilisé une charge de dépréciation du goodwill de 1.365k€ en 2014.

Quote-part dans les résultats des entreprises associées

La quote-part du groupe dans les résultats des entreprises associées correspond à la quote-part de résultat réalisé dans les sociétés pour lequel LNC est en co-promotion et n'exerce pas un contrôle exclusif diminuent sensiblement et s'élèvent à 1.682k€ en 2015 contre 3.326k€ en 2014.

Résultat des activités abandonnées

Le résultat de l'activité destinée à être cessée Zapf Bau (maisons préfabriqués en Allemagne) est fortement déficitaire en 2015 et s'établit à -17.491k€ contre -2.075k€ en 2014.

Résultat net

Le résultat net de l'ensemble consolidé diminue et s'élève à 24.879k€ en 2015 contre 33.554k€ en 2014, celui-ci comprenant une part revenant aux intérêts minoritaires de 3.260k€ en 2015 contre 4.604k€ en 2014.

1.1.2.7 Performance financière semestrielle juin 2015 – juin 2016

Le compte de résultat synthétique au 30 juin 2016 et au 30 juin 2015 se présente comme suit :

Conformément aux normes IFRS, l'activité destinée à être cessée (Zapf Bau), a été isolée dans les comptes semestriels au 30 juin 2016 et au 30 juin 2015.

En k€	30/06/2015 (6 mois)	30/06/2016 (6 mois)	Var 16/15 k€	Var 16/15 %
Chiffre d'affaires	209 496	263 301	53 805	26%
<i>Taux de croissance</i>		<i>25,7%</i>		
Marge brute	50 653	66 801	16 148	32%
<i>% du C.A.</i>	<i>24,2%</i>	<i>25,4%</i>		
EBITDA	10 938	27 980	17 042	156%
<i>% du C.A.</i>	<i>5,2%</i>	<i>10,6%</i>		
EBIT	9 003	20 853	11 850	132%
<i>% du C.A.</i>	<i>4,3%</i>	<i>7,9%</i>		
Quote-part dans les résultats des entreprises associées	781	973	192	25%
Résultat financier	-1 504	-2 056	-552	37%
Impôts sur les sociétés	-73	-7 016	-6 943	9511%
<i>% du résultat des activités avant impôt</i>	<i>-0,9%</i>	<i>-35,5%</i>		
Résultat net des activités poursuivies	8 207	12 754	4 547	55%
<i>% du C.A.</i>	<i>3,9%</i>	<i>4,8%</i>		
Résultat net des activités abandonnées	-7 962	1 241	9 203	-116%
Résultat net de l'ensemble consolidé	245	13 995	13 750	5612%
Dont part revenant aux intérêts non contrôlés	164	904	740	451%
Dont Résultat Net Part du Groupe	81	13 091	13 010	16062%

Source : Rapport financier semestriel au 30 juin 2016 - Les Nouveaux Constructeurs

Chiffre d'affaires

Le chiffre d'affaires est en hausse de 25,7% au 30 juin 2016 passant de 209.496k€ à 263.301k€.

Chiffre d'affaires				
En k€	30/06/2015	%	30/06/2016	%
France	142 186	67,9%	192 987	73,3%
Espagne	28 683	13,7%	2 361	0,9%
Allemagne	37 548	17,9%	59 873	22,7%
<i>Zapf - garages préfabriqués</i>	<i>33 816</i>	<i>16,1%</i>	<i>33 487</i>	<i>12,7%</i>
<i>Hors Zapf¹</i>	<i>3 732</i>	<i>1,8%</i>	<i>26 386</i>	<i>10,0%</i>
Total résidentiel	208 417	99,5%	255 221	96,9%
Immobilier d'entreprise	1 079	0,5%	8 080	3,1%
Total	209 496	100,0%	263 301	100,0%

¹ Concept Bau

Le chiffre d'affaires de l'immobilier résidentiel en France s'élève à 192.987k€ au 30 juin 2016 contre 142.186k€ au 30 juin 2015 et connaît ainsi une hausse de 36% sur la période qui est liée à l'accroissement commercial et du carnet de commandes observé en 2015.

En Espagne, le chiffre d'affaires s'élève à 2.361k€ au 30 juin 2016 et correspond à la livraison de seulement 12 logements au 1^{er} semestre 2016 contre 149 au 1^{er} semestre 2015.

A l'inverse, le chiffre d'affaires en Allemagne pour Concept Bau s'élève à 26.386k€ au 30 juin 2016 représentant 32 logements livrés contre 3.732k€ et 5 logements au 1^{er} semestre 2015.

L'activité garages préfabriqués (Zapf) diminue légèrement en proportion du chiffre d'affaires total au 30 juin 2016 (12,7% contre 16,1% au 30 juin 2015) mais reste stable en valeur absolue.

L'immobilier d'entreprise représente 3,1% du chiffre d'affaires total du groupe sur le premier semestre 2016 (0,5% au 30 juin 2015) et résulte essentiellement de l'avancement du chantier d'un immeuble à Champs sur Marne.

EBITDA

L'EBITDA, dont le taux de marge connaît une hausse significative de 5,2% au 30 juin 2015 à 10,6% au 30 juin 2016, s'établit à 27.980k€ au 30 juin 2016.

En k€	30/06/2015 (6 mois)	30/06/2016 (6 mois)	Var 16/15 k€	Var 16/15 %
Chiffre d'affaires	209 496	263 301	53 805	26%
<i>Taux de croissance</i>		25,7%		
Marge brute	50 653	66 801	16 148	32%
% du C.A.	24,2%	25,4%		
Charges de personnel	-24 459	-31 431	-6 972	29%
% du C.A.	-11,7%	-11,9%		
Autres charges et produits opérationnels courants	-13 742	-6 359	7 383	-54%
% du C.A.	-6,6%	-2,4%		
Impôts et taxes	-952	-994	-42	4%
% du C.A.	-0,5%	-0,4%		
Autres charges et produits opérationnels non courants	-562	-37	525	-93%
% du C.A.	-0,3%	0,0%		
EBITDA	10 938	27 980	17 042	156%
% du C.A.	5,2%	10,6%		
Charges liées aux amortissements	-1 935	-1 652	-283	15%
% du C.A.	-0,9%	-0,6%		
EBITA	9 003	26 328	17 325	192%
% du C.A.	4,3%	10,0%		
Charge de dépréciation du goodwill	0	-5 476	5 476	na
% du C.A.	na	-2,1%		
EBIT	9 003	20 853	11 850	132%
% du C.A.	4,3%	7,9%		

Source : Rapport financier semestriel au 30 juin 2016 - Les Nouveaux Constructeurs

Cette hausse s'explique par l'amélioration de la marge brute qui s'élève à 25,4% contre 24,2% au 30 juin 2015 en lien avec la progression de la rentabilité moyenne des programmes générant du chiffre d'affaires, et par la hausse des autres produits opérationnels relatifs aux honoraires internes (techniques et commerciaux) facturés par LNC SA (11.781k€ au 1^{er} semestre 2016 contre 6.276k€ au 1^{er} semestre 2015).

Le résultat opérationnel (ou EBIT)

Le taux de marge d'EBIT suit la même tendance que le taux de marge d'EBITDA.

Le taux de marge d'EBIT progresse de 4,3% au 1^{er} semestre 2015 à 7,9% au 1^{er} semestre 2016. Il est impacté par une charge de dépréciation du goodwill de 5.476k€ au 1^{er} semestre 2016 qui correspond à la dépréciation complète du goodwill comptabilisé lors de l'acquisition de CFH. Les amortissements diminuent légèrement et représentent 0,6% du chiffre d'affaires du 1^{er} semestre 2016.

Quote-part dans les résultats des entreprises associées

La quote-part du groupe dans les résultats des entreprises associées progressent de 25% et s'élèvent à 973k€ au 1^{er} semestre 2016 contre 781k€ au 1^{er} semestre 2015.

Résultat des activités abandonnées

Le résultat de l'activité destinée à être cessée Zapf Bau (maisons préfabriqués en Allemagne) qui est fortement déficitaire au 1^{er} semestre 2015 (-7.962k€) devient bénéficiaire et s'élève à 1.241k€ au 1^{er} semestre 2016.

Résultat net

Le résultat net de l'ensemble consolidé s'élève à 13.995k€ en 2015 contre 245k€ en 2014, celui-ci comprenant une part revenant aux intérêts minoritaires de 904k€ en 2015 contre 164k€ en 2014.

1.1.2.8 Analyse du bilan économique

En k€	31/12/2014	31/12/2015	30/06/2016
<i>Goodwill</i>	5 477	5 477	0
<i>Immo. Incorp.</i>	360	181	110
Immobilisations Incorporelles	5 837	5 658	110
Immobilisations Corporelles	37 321	27 214	27 949
Immobilisations Financières	4 252	5 350	5 995
Actif immobilisé	47 410	38 222	34 054
Besoin en Fonds de Roulement (BFR)	297 400	312 815	372 200
Actif d'exploitation	344 810	351 037	406 254
Immeubles de placement nets	0	3 656	3 656
Titres mis en équivalence	4 010	2 822	3 465
Actifs/passifs liés aux actifs destinés à être cédés	3 868	-6 835	-5 067
Impôts différés nets	7 001	6 668	5 832
Actifs/passifs hors d'exploitation	14 879	6 311	7 886
Capitaux employés	359 689	357 348	414 141
Capital social et prime d'émission	97 326	97 326	97 326
Reserves et report à nouveau	146 873	169 359	188 344
Résultat net	28 950	21 619	13 091
Capitaux Propres part du groupe	273 149	288 304	298 760
Intérêts minoritaires	5 822	3 533	963
Provisions	21 618	22 093	25 825
Autres passifs financiers non courants	1 100	1 100	1 100
<i>Dette financière</i>	<i>171 172</i>	<i>180 742</i>	<i>224 723</i>
<i>Comptes courants créditeurs</i>	<i>9 438</i>	<i>9 343</i>	<i>10 173</i>
<i>Trésorerie et équivalents de trésorerie</i>	<i>-101 165</i>	<i>-124 316</i>	<i>-123 712</i>
<i>Comptes courants débiteurs</i>	<i>-21 445</i>	<i>-23 451</i>	<i>-23 688</i>
Dette financière nette	58 000	42 318	87 496
Capitaux investis	359 689	357 348	414 141

Source : Rapport financier semestriel au 30/06/2016 et rapport financier annuel au 31/12/2015- Les Nouveaux Constructeurs

Au 30 juin 2016, l'actif immobilisé est essentiellement composé d'immobilisations corporelles qui représentent 27.949k€ au 30 juin 2016. Ces immobilisations corporelles sont essentiellement portées par la société Zapf en Allemagne et permettent la fabrication des garages préfabriqués.

La diminution de l'actif immobilisé au 30 juin 2016 est liée principalement à la dépréciation du goodwill de CFH comptabilisé suite à l'acquisition de cette société en 2007.

Les immobilisations financières se composent de titres disponibles mis à la vente pour 782k€, de prêts non courant pour 845k€ et d'une créance relative à un redressement fiscal en cours en Espagne pour 4.061k€.

Les immeubles de placement ont une juste valeur de 3.656k€ au 30 juin 2016 et représentent des commerces en pied d'immeubles acquis par la société Mainstreet en vue d'être loués.

Les titres mis en équivalence s'élèvent à 3.465k€ au 30 juin 2016 et varient sur la période en fonction du niveau de capitaux propres des SCI⁸ dans lequel LNC est en co-promotion.

Les actifs nets des passifs de l'activité Zapf Bau, destinée à être cessée, s'établissent à -5.067k€ au 30 juin 2016 contre 3.868k€ au 31 décembre 2014. Ils comprennent notamment un terrain à Bayreuth (Allemagne) pour 2.392k€, du stock pour 789k€ et des créances clients pour 1.727k€.

Les impôts différés nets s'élèvent à 5.832k€ au 30 juin 2016. L'actif d'impôt différé se compose principalement d'impôts différés actifs qui s'élèvent à 11.641k€ et qui sont liés à des reports déficitaires en France et à l'étranger notamment chez les sociétés 1^{er} Espana, Concept Bau et Zapf.

Les provisions pour risques et charges s'élèvent à 25.825k€ au 30 juin 2016 contre 21.618k€ au 31 décembre 2014. Elles se composent principalement de provisions pour indemnités de départ à la retraite pour 3.408k€ en France et en Allemagne, de provisions pour garantie pour 4.821€ (principalement en Allemagne), de provisions pour litiges pour 6.329k€ (essentiellement en France) et du provisionnement d'un contentieux à Port Cergy pour 4,7m€.

Les autres passifs financiers non courants, d'un montant de 1.100k€, correspondent à l'indemnité reçue dans le cadre du redressement de TVA portant sur les exercices 2007 et 2008.

La dette financière nette de LNC s'élève à 87.496k€ au 30 juin 2016. Elle est constituée de dettes financières (dont notamment 184.072k€ de dettes bancaires contractés de manière individuelle sur chaque programme de promotion immobilière et 29.775k€ de dettes obligataires), de comptes courants créditeurs et débiteurs auprès de SCI mis en équivalence respectivement pour 10.173k€ et 23.688k€, et de trésorerie et équivalents de trésorerie pour 123.712k€.

Le besoin en fonds de roulement est analysé ci-après.

La structure financière de la société est en conclusion solide.

⁸ Société Civile Immobilière

1.1.2.9 Analyse du besoin en fonds de roulement

En k€	31/12/2014	31/12/2015	30/06/2016*
Actif circulant			
Stocks	415 435	497 144	576 080
<i>En jours de C.A.</i>	<i>322 jours</i>	<i>359 jours</i>	<i>399 jours</i>
Clients et comptes rattachés	33 591	33 671	37 882
<i>En jours de C.A.</i>	<i>26 jours</i>	<i>24 jours</i>	<i>26 jours</i>
Créances d'impôts	6 231	3 166	0
<i>En jours de C.A.</i>	<i>5 jours</i>	<i>2 jours</i>	<i>0 jours</i>
Autres actifs courants	43 907	45 154	45 529
<i>En jours de C.A.</i>	<i>34 jours</i>	<i>33 jours</i>	<i>32 jours</i>
	499 164	579 135	659 491
Passif circulant			
Fournisseurs	-100 406	-108 734	-127 339
<i>En jours de C.A.</i>	<i>-78 jours</i>	<i>-78 jours</i>	<i>-88 jours</i>
Dettes d'impôts	-1 734	-2 181	-3 233
<i>En jours de C.A.</i>	<i>-1 jours</i>	<i>-2 jours</i>	<i>-2 jours</i>
Autres passifs courants	-99 624	-155 405	-156 719
<i>En jours de C.A.</i>	<i>-77 jours</i>	<i>-112 jours</i>	<i>-109 jours</i>
Besoin en Fonds de Roulement (BFR)	297 400	312 815	372 200
Chiffre d'affaires net*	470 344	505 903	263 301
<i>BFR en jours de C.A.</i>	<i>231 jours</i>	<i>226 jours</i>	<i>258 jours</i>
BFR en % du C.A.	63,2%	61,8%	70,7%

Source : Rapport financier semestriel au 30/06/2016 et rapport financier annuel au 31/12/2015- Les Nouveaux Constructeurs

* Le chiffre d'affaires au 30/06/2016 est un chiffre d'affaires sur une période de 6 mois

La société dégage structurellement un besoin en fonds de roulement (ci-après « BFR ») sur la période observée.

La hausse du BFR entre le 31 décembre 2014 et le 30 juin 2016 s'explique principalement par le niveau de stock structurellement plus important au 30 juin qu'au 31 décembre, l'activité de promotion immobilière connaissant une saisonnalité dans la mesure où le chiffre d'affaires se concentre sur le deuxième semestre. Le stock représente ainsi 399 jours de chiffre d'affaires au 30 juin 2016 contre 322 jours au 31 décembre 2014. Par ailleurs, d'importants terrains ont été acquis au 1^{er} semestre 2016 en conséquence de la forte croissance du portefeuille foncier notée en 2014, entraînant une progression des stocks, sans que les encaissements clients augmentent aussi rapidement.

Les dettes fournisseurs représentent 88 jours de chiffres d'affaires au 30 juin 2016 et sont légèrement supérieures au niveau observé au 31 décembre 2014 et 2015 (78 jours de chiffre d'affaires).

Les autres éléments du BFR sont constitués essentiellement de créances clients, d'autres actifs courants (créances sociales et fiscales hors impôt sur les sociétés) et d'autres passifs courants correspondant essentiellement aux montants dus aux clients dans le cadre de la reconnaissance du chiffre d'affaires à l'avancement.

Le niveau moyen de BFR observé au 31 décembre 2014 et 31 décembre 2015 s'élève respectivement à 231 jours et 226 jours de chiffre d'affaires.

Sur la base du plan d'affaires construit par la direction financière de LNC et en concertation avec celle-ci, il a été retenu sur la durée du plan d'affaires un niveau de BFR proche de 220 jours de chiffre d'affaires à fin 2016 et un niveau proche de 200 jours de chiffre d'affaires par la suite, ce niveau étant plus proche du niveau de BFR observé historiquement à moyen terme chez LNC.

1.2 Contexte, motifs et termes du projet d'Offre

1.2.1 Contexte et motifs de l'Offre

LNC a annoncé le 29 septembre 2016, date de publication des résultats semestriels au 30 juin 2016, le projet d'Offre Publique d'Achat Simplifiée (OPAS) initié par Premier Investissement et visant la totalité des actions non-détenues par le Concert, à l'exception des actions concernées par les engagements de non apports, au prix de 35 euros par action.

L'Initiateur souhaite ainsi consolider sa participation dans le capital de LNC dans un contexte de financement favorable tout en offrant aux actionnaires de la Société qui le souhaitent une liquidité que le marché ne parvient pas à leur offrir dans le contexte actuel.

L'Offre permettra en outre à l'Initiateur d'anticiper la réduction partielle ou totale des droits financiers indirects de l'Initiateur sur les actions de la Société détenues par Premier Associés dans le cadre du plan d'investissement à destination des managers de la Société, tel que défini en 1.2.2 du projet de note d'information.

L'Offre s'inscrit dans une logique de poursuite de l'activité et du développement de la Société. Elle n'aura pas d'impact sur la politique industrielle et commerciale de la Société ni d'incidence sur la politique de la Société en matière d'emploi et n'entraînera pas de changement au sein de la direction en place.

Par ailleurs, l'Offre ne s'inscrit pas dans un projet de rapprochement avec d'autres sociétés.

La Société et l'Initiateur n'ont pas l'intention de demander la radiation des actions du marché réglementé d'Euronext Paris ni de procéder, le cas échéant, à un retrait obligatoire.

1.2.2 Termes de l'Offre

Conformément aux dispositions de l'article 231-13 du Règlement général de l'AMF, Portzamparc Société de Bourse, agissant pour le compte de l'Initiateur, dépose un projet d'Offre auprès de l'AMF sous la forme d'une offre publique d'achat volontaire.

A la date du présent rapport, l'Initiateur détient 11.193.501 actions représentant 69,8% du capital et 78,8% des droits de vote de la Société.

La société Premier Investissement agit de concert avec la société Premier Associés, contrôlée par l'Initiateur, la société SC Magellan, contrôlée par Monsieur Moïse Mitterrand, et Monsieur Olivier Mitterrand, Monsieur et Madame Moïse Mitterrand, Monsieur Guillaume Nadd Mitterrand, Monsieur Louis-David Mitterrand, Monsieur Maël Mitterrand, Madame Marie Mitterrand, et Madame Antigone Mitterrand.

Le Concert détient, à la date du présent rapport, 13.661.770 actions représentant 85,2% du capital et 89,8% des droits de vote de la Société.

L'Offre vise la totalité des actions de la Société non détenues par le Concert, à l'exception des actions concernées par les engagements de non apports, soit 2.244.131 actions de la Société représentant 14,0% du capital et 9,3% des droits de vote de la Société.

Le prix proposé dans le cadre de l'Offre s'établit à 35€ par action LNC apportée.

2 Présentation de l'expert indépendant

2.1 Présentation du cabinet HAF Audit & Conseil⁹, membre du réseau Crowe Horwath International

2.1.1 Présentation générale

Le réseau Crowe Horwath International est un des principaux réseaux internationaux de cabinets d'audit et d'expertise comptable. A l'échelon mondial, il est situé au 9^{ème} rang avec 34 500 associés et collaborateurs dans plus de 100 pays. Il est constitué de cabinets indépendants de premier plan dans leurs pays respectifs.

Crowe Horwath France est un réseau de cabinets d'audit, d'expertise comptable et de conseil qui sont membres du réseau Crowe Horwath International.

Fort de 120 associés et plus de 1.200 collaborateurs, Crowe Horwath France est classé parmi les dix premiers acteurs de l'audit et l'expertise comptable en France et participe activement aux différentes instances qui règlementent notre profession.

Cette organisation en réseau permet l'exercice de missions communes et apporte un soutien sur un plan technique avec de nombreux collaborateurs spécialisés dans des domaines particuliers.

HAF Audit & Conseil a été à l'initiative de la fondation de Crowe Horwath France en 2007. Au sein de Crowe Horwath France, HAF Audit & Conseil intervient essentiellement sur des missions d'audit et d'évaluation.

2.1.2 Présentation de l'activité « évaluation et expertises indépendantes »

Pour tenir compte de la complexité croissante de certaines opérations, HAF Audit & Conseil, membre de Crowe Horwath International, a mis en place des services spécialisés lui permettant d'intervenir dans certains domaines spécifiques comme celui des évaluations d'entreprises, d'options et des expertises indépendantes. Les équipes ont une pratique étendue de l'ensemble des techniques financières et proposent aux entreprises une approche sur mesure. Elles ont développé de nombreuses techniques et modèles d'évaluation qui permettent de répondre à la diversité et à la complexité des situations.

L'accès à des bases de données externes leur permet aussi d'être au cœur des processus de transactions et d'évaluation.

Olivier Grivillers, associé responsable de cette activité a une forte pratique des missions d'expertise indépendante et dirige le département « évaluation et expertises indépendantes » d'HAF Audit & Conseil.

⁹ Nouvelle raison sociale depuis fin 2013 de la société Horwath Audit France

Il est par ailleurs co-auteur de plusieurs ouvrages liés à l'évaluation d'entreprises et assure de nombreuses formations sur le thème de l'évaluation tout en ayant des fonctions auprès de la plupart des institutions professionnelles qui traitent de l'évaluation d'entreprise.

Olivier Grivillers est notamment l'auteur du chapitre « Analyse quantitative et qualitative des méthodes d'évaluation employées par les évaluateurs et experts indépendants dans le cadre d'Offres publiques » dans l'ouvrage « ingénierie financière, fiscale et juridique » publié chez DALLOZ en 2015.

Cette mission a été réalisée par Olivier Grivillers, signataire du présent rapport, associé d'HAF Audit & Conseil, expert-comptable et commissaire aux comptes et diplômé de l'ESCP.

Il a été assisté dans le cadre de cette mission par Maxime Hazim et Yohan Bonnet, collaborateurs expérimentés en évaluation financière du cabinet HAF Audit & Conseil.

La revue indépendante a été réalisée par Marc de Prémare, associé du cabinet HAF Audit & Conseil.

2.2 Liste des missions d'expertise indépendante réalisées par le cabinet HAF Audit & Conseil au cours des 24 derniers mois

Quatre missions d'expertise indépendante au sens du Titre VI Livre II du règlement général de l'Autorité des marchés financiers ont été réalisées par le cabinet HAF Audit & Conseil au cours des 24 derniers mois.

Le cabinet HAF Audit & Conseil a réalisé :

- La mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire visant les actions de la société Piscines Groupe GA initiée par la société GA Finances (Septembre 2016, Etablissement présentateur : Swiss Life Banque Privée) ;
- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Echange Simplifiée initiée par la société Marie Brizard Wine and Spirit visant l'ensemble de ses bons de souscription d'actions en circulation (Décembre 2015, Etablissement présentateur : Rothschild & Cie) ;
- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée portant sur les actions de Foncière Des Murs initiée par la société Foncière Des Régions (Mars 2015, Etablissement présentateur : BNP Paribas Corporate & Institutional Banking) ;
- la mission d'expertise indépendante relative à l'Offre Publique d'Achat Simplifiée portant sur les actions de la société Banque de la Réunion initiée par BPCE International & Outre-Mer (Mars 2015, Etablissement présentateur : Natixis).

2.3 Déclaration d'indépendance

Olivier Grivillers et le cabinet HAF Audit & Conseil n'ont pas de conflit d'intérêts et sont indépendants des sociétés concernées par l'Offre, au sens de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF et de l'instruction AMF 2006-08 du 25 Juillet 2006.

Olivier Grivillers et le cabinet HAF Audit & Conseil :

- n'entretiennent pas de lien juridique ou en capital avec les personnes concernées par l'opération ou avec leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- n'ont conseillé la société concernée par l'opération ou toute personne que cette société contrôle, au sens de l'article L 233-3 du Code du commerce au cours des dix-huit derniers mois ;
- n'ont procédé à aucune évaluation de la société LNC au cours des dix-huit derniers mois ;
- ne détiennent aucun intérêt dans la réussite de l'Offre, une créance ou une dette sur l'une des quelconques personnes concernées par l'opération ou sur l'une des quelconques personnes contrôlées par les personnes concernées par l'opération;
- ne sont pas intervenus d'une manière répétée avec l'établissement présentateur.

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

Le cabinet HAF Audit & Conseil est membre de l'association professionnelle des experts indépendants (APEI), reconnue par l'AMF en application des articles 263-1 et suivants de son règlement général. Olivier Grivillers est par ailleurs vice-président de cette association.

2.5 Rémunération

Le montant des honoraires perçus par HAF Audit & Conseil au titre de la présente mission s'élève à 56.000€, hors taxes et hors frais.

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

2.6.1 Programme de travail

I Prise de connaissance et analyse du contexte

- réunions préparatoires et entretiens avec les interlocuteurs concernés ;
- analyse de l'opération proposée et du contexte dans lequel elle se situe ;
- prise de connaissance générale ;

II Préparation de l'évaluation

Analyse du contexte

- analyse de l'environnement et du secteur ;
- revue des délibérations des organes dirigeants.

Analyse des données historiques

- analyse des règles et méthodes comptables appliquées et du référentiel suivi ;
- analyse détaillée des comptes figurant au bilan et au compte de résultat ;

- retraitements des comptes du bilan et de résultat en vue de préparer l'évaluation.

Analyse des éléments prévisionnels

- discussion avec la direction générale de LNC et l'établissement présentateur ;
- analyse du business plan de LNC ;
- revue des projections d'activité et de rentabilité ;
- contrôle des données prévisionnelles (examen de cohérence).

Analyse et choix des méthodes d'évaluation à retenir

- présentation des méthodes à retenir et des méthodes écartées.

III Eléments d'appréciation du prix offert

Description des méthodes retenues et écartées :

Méthode des flux de trésorerie actualisés (méthode retenue à titre principal)

- construction des flux ;
- détermination d'un taux d'actualisation pour le plan d'affaires ;
- valorisation de l'action LNC ;
- analyse de la sensibilité de la méthode à une variation du taux d'actualisation et du taux de croissance à l'infini.

Méthode des comparables boursiers (méthode retenue à titre principal)

- sélection d'un échantillon de sociétés comparables à LNC ;
- analyse des principaux agrégats financiers des comparables ;
- valorisation de ces comparables en termes de multiples sur la base des derniers cours de bourse ;
- évaluation de LNC par analogie en fonction des multiples de comparables obtenus.

Méthode du cours de bourse (méthode retenue à titre principal)

- analyse de la pertinence du critère du cours de bourse (liquidité du titre) ;
- calcul des différentes moyennes du cours de bourse.

Méthode des transactions comparables (méthode retenue à titre secondaire)

- analyse et choix des transactions intervenues récemment dans le secteur dans lequel opère LNC ;
- analyse des principaux agrégats financiers des sociétés cibles des transactions comparables ;
- valorisation des transactions en termes de multiples sur la base des prix payés et des agrégats financiers des sociétés cibles ;
- évaluation de LNC par analogie en fonction des multiples de transactions obtenus.

Méthodes de l'actif net comptable et de l'actif net réévalué (méthodes écartées)

- analyse de la valeur de l'actif net comptable au 30 juin 2016, 31 décembre 2015 et 2014.

Méthode des dividendes (méthode écartée)

- analyse des dividendes versés historiquement par LNC.

Référence aux transactions récentes intervenues sur le capital (méthode écartée)

Méthode du cours cible (méthode écartée)

IV Synthèse sur l'appréciation du prix proposé

- Mise en regard des différentes méthodes pour vérifier la cohérence des résultats et détermination d'une fourchette de valeur pour LNC ;
- Appréciation du prix d'Offre.

V Analyse critique des travaux d'évaluation réalisés par l'établissement présentateur

VI Rédaction du rapport d'évaluation

VII Rédaction et obtention d'une lettre d'affirmation

VIII Revue indépendante

IX Présentation des conclusions au Conseil de Surveillance de LNC

2.6.2 Calendrier de l'étude

Le Conseil de Surveillance de LNC a désigné HAF Audit & Conseil en qualité d'expert indépendant le 2 septembre 2016.

Notre mission s'est déroulée du 2 septembre au 13 octobre 2016. Les principaux points d'étape ont été les suivants :

- du 2 au 8 septembre 2016 : Prise de connaissance et analyse du contexte. Réunion avec la société LNC et ses conseils.
- du 9 au 13 septembre 2016 : Préparation de l'évaluation. Réunion avec la direction générale et financière de LNC. Rencontre avec le comité ad hoc en charge d'assurer la supervision des travaux de l'expert indépendant.
- du 14 septembre au 3 octobre 2016 : Analyse des sociétés comparables, analyse des données historiques et prévisionnelles, recherche et analyse de transactions comparables, analyse de la liquidité et du cours de bourse, travaux de valorisation. Réunions avec la direction générale et financière de LNC et l'établissement présentateur.
- du 4 au 13 octobre 2016 : rédaction du rapport, présentation du rapport au comité ad hoc, présentation du rapport au Conseil de Surveillance de LNC.

2.6.3 Liste des personnes rencontrées

Nos principaux interlocuteurs ont été les suivants :

LNC (Société objet de l'Offre)

- M. Paul Antoine Lecocq, Directeur Délégué Finances – Membre du Directoire
- Mme. Lucie Odent, Directrice Juridique
- Mme. Geneviève Vaudelin-Martin, M. Saïk Paugam et M. Fabrice Paget-Domet, membres du Conseil de Surveillance et du comité ad hoc qui suit les travaux de l'expert indépendant

Portzamparc (Etablissement présentateur)

- M. Cyrille Gonthier, Directeur Corporate finance
- M. Stanislas Jannet, Directeur de Missions - Corporate Finance
- M. Arnaud Guérin, Responsable du bureau d'analyse financière
- M. Nicolas Royot, Analyste Financier
- M. Geoffroy Michalet, Analyste Financier

De Gaulle Fleurance & Associés(Avocats)

- Me. François Couhadon, Avocat Associé
- Me. Sandrine Trigo, Juriste

2.6.4 Informations utilisées

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

- l'étude sur le secteur de la promotion immobilière de logements en France réalisée par Xerfi en mai 2016,
- les informations publiques sur la société LNC, notamment sur son site internet,
- les états financiers historiques et notamment le rapport financier annuel au 31 décembre 2015 et le document de référence au 31 décembre 2014,
- le rapport financier semestriel incluant les états financiers semestriels de LNC au 30 juin 2016 revus par les commissaires aux comptes,
- les informations fournies par la société et notamment le business plan 2016-2018 de la société établi par la direction financière de LNC,
- les informations de marché diffusées par les bases de données financières *InFinancials*, *Euronext*, *Epsilon*, et *Factset* : cours boursiers historiques de la société et des sociétés comparables, consensus de marché relatifs aux données prévisionnelles des sociétés comparables pour la mise en œuvre des méthodes des comparables boursiers et des transactions comparables,
- les informations mises à disposition sur leur site internet par les sociétés intervenant dans le secteur d'activité de LNC,
- le projet de note d'information relatif à la présente Offre,

- le rapport d'évaluation de la société Portzamparc intégrant les éléments d'appréciation du prix d'offre établis par l'établissement présentateur,
- le rapport d'évaluation portant sur les actions O de Premier Associés en date du 22 mars 2013 réalisé par un expert indépendant ;
- les statuts de Premier Associés mis à jour le 1^{er} mars 2014 ;
- les engagements de non apports à l'Offre.

3 Eléments d'appréciation du prix proposé

Nous exposons ci-après, en ayant préalablement présenté les données structurantes, les méthodes d'évaluation écartées et celles qui ont été retenues afin d'apprécier le caractère équitable du prix proposé.

3.1 Données structurant l'évaluation

3.1.1 Référentiel comptable

Du fait de sa cotation sur le compartiment B d'Euronext Paris, la société applique le référentiel comptable IFRS pour l'établissement de ses comptes consolidés, qui ont été certifiés sans réserve par les commissaires aux comptes au titre du dernier exercice clos le 31 décembre 2015. Les comptes consolidés semestriels au 30 juin 2016 ont fait l'objet d'une revue limitée par les commissaires aux comptes qui n'ont pas relevé d'anomalies significatives de nature à remettre en cause la conformité des comptes avec les normes en vigueur.

3.1.2 Structure du capital et nombre d'actions

Au jour du dépôt de l'Offre, le nombre d'actions total composant le capital s'élève à 16.040 milliers d'actions.

Le nombre d'actions à retenir pour la valorisation de LNC correspond au nombre d'actions émises à la date de valorisation diminué des actions propres et de l'autocontrôle.

Sur la base de ce retraitement, le nombre d'actions que nous avons retenu s'élève à 16.039 milliers d'actions :

	Nb d'actions (en milliers)
Nombre total d'actions au capital	16 040
Actions propres et d'autocontrôle	-1
Nombre d'actions en circulation	16 039

A notre connaissance, il n'existe pas d'instruments ayant un effet dilutif sur la valeur par action de LNC.

3.1.3 Dette nette ajustée

La dette nette consolidée de LNC, retenue dans le cadre de nos travaux d'évaluation, correspond à la situation de dette financière nette de LNC au 30 juin 2016 ajustée d'éléments encaissables et décaissables.

La dette financière nette s'élève à 87,5m€ au 30 juin 2016 et comprend des dettes financières (dont notamment 184,1m€ de dettes bancaires contractés de manière individuelle sur chaque programme de promotion immobilière et 29,8m€ de dettes obligataires), des comptes courants créditeurs et débiteurs auprès de SCI mis en équivalence respectivement pour 10,2m€ et 23,7m€, et de la trésorerie et équivalents de trésorerie pour 123,7m€.

Nous avons intégré à la dette nette des éléments bilanciels ayant une valeur économique et qui ne sont pas intégrés dans la valeur d'entreprise calculée selon nos différentes méthodes d'évaluation.

Ces ajustements de dette nette concernent :

- les immeubles de placement dont la juste valeur s'élève à 3,7m€,
- la valeur comptable des titres mis en équivalence pour 3,5m€ agrégée de la valeur actualisée des quotes-parts des résultats 2016 et 2017 dans les sociétés mises en équivalence pour 1,0m€,
- les passifs nets des actifs liés à l'activité Zapf Bau pour 5,1m€,
- les autres actifs financiers non courants pour 4,5m€¹⁰ (dont 2,8m€ sont représentés par l'actif de 4,1m€ comptabilisé suite au recouvrement partiel du redressement fiscal d'IS et de TVA et des pénalités de retard toujours en cours, ce montant ayant été actualisé pour tenir compte de la date d'issue du contentieux) et,
- les autres passifs financiers non courants pour 0,8m€ (passif de 1,1m€ relatif à l'indemnité reçu par 1^{er} Espana au titre du redressement fiscal en cours actualisé pour tenir compte de la date d'issue du contentieux).

Nous avons considéré les provisions pour indemnités de départ en retraite, pour risques (comprenant notamment les provisions garantie et litiges clients) et pour charges (dont les provisions pour restructuration) comme réputées décaissables et avons retraité celles-ci dans le calcul de la dette nette. Au 30 juin 2016, ces engagements s'élevaient respectivement à 3,4m€, 18,0m€ et 4,4m€.

La dette nette a par ailleurs été retraitée du montant des intérêts minoritaires réévalués à leur valeur de marché, soit 6,8m€ intégrant la valeur comptable de ces intérêts minoritaires au 30 juin 2016 (1,0m€) et la valeur actualisée de la part revenant aux intérêts minoritaires prévue de 2016 à 2018.

Nous retiendrons donc pour nos calculs et pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres une dette nette « ajustée » au 30 juin 2016 de 113,3m€ et détaillée comme suit :

¹⁰ Les 1,0m€ restant étant constitués de titres disponibles mis à la vente pour 0,8m€ et de prêts pour 0,8m€

En m€	
Dettes financières	224,7
Comptes courants créditeurs (SCI)	10,2
Trésorerie et équivalents de trésorerie	-123,7
Comptes courants débiteurs (co-promotions et SCI)	-23,7
Dettes financières nette	87,5
Immeuble de placements nets	-3,7
Titres mis en équivalence réévalués	-4,5
Actifs financiers non courants (dont actif lié au redressement fiscal actualisé)	-4,5
Actifs et passifs liés aux actifs destinés à être cédés	5,1
Intérêts minoritaires réévalués	6,8
Provisions pour indemnités de départ en retraite	3,4
Provisions pour risques (dont garantie et litiges clients)	18,0
Provisions pour charges (dont restructuration)	4,4
Autres passifs financiers non courant (passif lié au redressement fiscal actualisé)	0,8
Dettes nette ajustée	113,3

Source : Rapport financier semestriel au 30 juin 2016 - Les Nouveaux Constructeurs

Pour la méthode des flux de trésorerie actualisés, nous avons également ajouté à cette dette nette ajustée l'actif correspondant aux économies d'impôts liées aux déficits reportables existants au 31 décembre 2015. Les reports fiscaux déficitaires ont été imputés sur les bénéfices prévisionnels au regard de la réglementation fiscale dans chacun des pays du groupe. La valeur, soit 16,4m€, correspond à la valeur des économies d'impôts actualisée au coût moyen pondéré du capital calculé pour chaque pays.

La dette nette ajustée utilisée dans le cadre de la méthode des flux de trésorerie actualisés s'élève ainsi à 97,0m€.

3.1.4 Business plan et périmètre

Le business plan a été élaboré par le management de LNC sur une durée de 3 ans (exercices clos du 31 décembre 2016 au 31 décembre 2018).

Il résulte notamment d'hypothèses relatives :

- à l'évolution du chiffre d'affaires qui repose sur l'évolution du périmètre actuel,
- au niveau du taux de marge opérationnelle (ratio résultat opérationnel / chiffre d'affaires),
- aux investissements et amortissements et à la variation du besoin en fonds de roulement.

Conformément à la définition de notre mission, les prévisions présentées dans le business plan n'ont fait l'objet d'aucune validation ni de vérification indépendante de notre part. Nous nous sommes néanmoins assurés de la cohérence globale de ces données prévisionnelles.

Les hypothèses en matière d'investissements et de variation du besoin en fonds de roulement ont été construites suite à des échanges que nous avons eus avec la direction financière de LNC.

Les prévisions du management se limitant à l'horizon 2018, nous avons, après échanges avec le management de LNC, extrapolé les prévisions de business plan jusqu'en 2020.

3.2 Méthodes d'évaluation écartées

Nos travaux nous ont conduits à écarter les méthodes suivantes :

3.2.1 Méthode de l'actif net comptable (ANC)

Cette méthode ne reflète pas la capacité bénéficiaire actuelle et future de LNC. Elle reflète en effet uniquement la valeur historique des actifs et passifs de la société.

Toutefois, il est fait référence à l'actif net comptable dans les statuts de Premier Associés, qui détient à ce jour 13,7% du capital de LNC, pour déterminer la valeur des actions de Premier Associés dans le cadre du calcul des droits financiers attachés aux actions de préférence, dans le cas où LNC ne serait plus cotée à la date de calcul .

A titre indicatif, l'actif net comptable au 30 juin 2016 s'élève à 298,8m€, soit une valeur de 18,6€ par action. Le prix d'Offre proposé offre une prime de 87,9% sur cette valeur.

L'actif net comptable n'est pas un critère pertinent dans une optique de continuité d'exploitation. Il n'aurait de sens que dans une optique d'arrêt de l'exploitation et de liquidation qui n'est pas envisagée à ce stade.

Nous avons donc décidé de ne pas retenir cette méthode.

3.2.2 Méthode de l'Actif Net Réévalué (ANR)

La méthode de l'Actif Net Réévalué est principalement utilisée dans le cadre de sociétés holdings ou de sociétés détenant de nombreux actifs, notamment immobiliers.

Cette approche est également pertinente dans le cadre d'une approche liquidative, après prise en compte des coûts de liquidation.

Elle est dès lors peu adaptée à l'évaluation de LNC dans une optique de continuité d'exploitation.

Nous avons donc décidé de ne pas retenir cette méthode.

3.2.3 Méthode d'actualisation des dividendes futurs

Cette méthode consiste à valoriser la société à partir de la valeur actuelle de ses dividendes futurs. Elle ne peut être retenue que pour les sociétés qui bénéficient d'une capacité de distribution significative avec des taux de distribution réguliers et prévisibles.

Il a été versé au titre des cinq derniers exercices des dividendes de 0,50€ (2011) et 0,60€ (2012 à 2015) par action, représentant de 33% à 48% du résultat net par action selon les exercices.

Compte tenu de la difficulté d'anticiper les niveaux de distribution futurs et l'évolution des capitaux propres qui en résulte, nous n'avons pas mis en œuvre l'évaluation par la méthode des dividendes futurs versés.

Cette méthode nous semble par ailleurs redondante avec la méthode d'actualisation des flux de trésorerie futurs et présente l'inconvénient de ne pas prendre en compte la totalité de la capacité de la société à générer des flux.

Nous estimons donc que l'évaluation par la méthode des dividendes versés n'est pas pertinente.

3.2.4 Référence aux transactions récentes intervenues sur le capital

Cette méthode consiste à analyser la valorisation de la société extériorisée lors des principales transactions récentes portant sur le capital de LNC.

Nous n'avons pas identifié de transactions significatives récentes pouvant constituer une référence en termes de valeur de l'action LNC.

Par conséquent, nous n'avons pas mis en œuvre cette méthode.

Il convient de noter qu'au cours des douze derniers mois¹¹, la société SC Magellan, agissant de concert avec l'Initiateur dans le cadre de la présente Offre, a procédé à l'acquisition de 141.822 titres LNC, représentant une part non significative du capital de LNC (0,9%), à des prix compris entre 17,7€ et 26,5€ par action.

3.2.5 Cours cible des analystes

La méthode du cours cible des analystes consiste à extérioriser la valeur d'une société au travers de cours cibles prévisionnels, ces derniers étant mis en avant dans des notes de recherche réalisées par les analystes suivant la valeur des sociétés.

Cette méthode n'a pas été mise en œuvre, la valeur LNC ne faisant pas l'objet d'un suivi par des analystes financiers.

3.3 Méthodes d'évaluation retenues à titre principal

Nous avons retenu, à titre principal, les méthodes de valorisation suivantes :

- méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie,
- méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables,
- référence au cours de bourse.

¹¹ Du 14 octobre 2016 au 15 octobre 2015

3.3.1 Méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie (ou Discounted Cash Flow)

3.3.1.1 Définition de la méthode

Selon cette méthode, la valeur des fonds propres d'une société correspond à la somme de ses flux futurs de trésorerie disponibles, avant incidence du mode de financement, actualisés au coût moyen pondéré des capitaux engagés, minorée de l'endettement financier net (ou majorée de la trésorerie nette à la date de l'évaluation) et ceci en retenant une valeur terminale. Le calcul de la valeur terminale repose sur l'actualisation d'un flux futur dit « normatif » à un horizon infini.

Les flux futurs de trésorerie ont été déterminés d'après le business plan construit par le management de LNC et extrapolé suite à nos échanges avec la direction financière de la Société.

3.3.1.2 Analyse du business plan de LNC

Chiffre d'affaires

L'évolution du chiffre d'affaires résulte de données établies par la direction financière de la société LNC.

LNC prévoit sur les exercices 2016 et 2017 une hausse moyenne de son chiffre d'affaires de 23% en lien avec la hausse en France des réservations enregistrés en 2015 et prévus en 2016 et la progression du carnet de commande. Cette hausse résulte aussi de l'évolution de la part de marché de LNC dans le secteur de la promotion immobilière qui s'élève à environ à 3% sur l'horizon du business plan.

Cette croissance du chiffre d'affaires devrait ralentir à compter de 2018, le nombre de réservations sur le marché français devant diminuer à compter de 2017 (environ 115.000 réservations contre 120.000 en 2016 selon les prévisions effectuées par Nexity et reprises par Société Générale Cross Asset Research dans sa note sur la promotion immobilière en France en date du 11 juillet 2016).

Les années 2016, 2017 et 2018 étant considérés comme un haut de cycle, l'activité devrait ensuite ralentir et décroître d'environ 5% en moyenne en 2019 et 2020.

L'évolution du chiffre d'affaires sur l'horizon retenu semble cohérente avec la situation actuelle du groupe LNC et du secteur.

Analyse de la marge brute

Le taux de marge brute devrait légèrement diminuer pour atteindre 23,0% à l'horizon du plan d'affaires soit un niveau inférieur au taux de marge brute observé sur les années 2014 et 2015 (respectivement 25,4% et 26,3%), et un niveau supérieur au taux de marge brute observé en 2013 (21,5%).

Le taux de marge brute sur la période d'extrapolation (2019-2020) devrait suivre la même tendance que celle observée en 2018.

Analyse de la marge d'EBITDA

Le taux de marge d'EBITDA devrait osciller entre 11,0% et 11,6% entre 2016 et 2018, soit un niveau supérieur à celui observé au cours des trois dernières années (9,6% en moyenne), la baisse de la marge brute étant compensé par la maîtrise des coûts salariaux et la diminution en valeur relative des frais généraux.

A compter de 2018, le taux de marge d'EBITDA devrait connaître une légère diminution au regard de la légère érosion du chiffre d'affaires pour atteindre, selon nos hypothèses, environ 9,7% en 2020, niveau cohérent avec la marge historique observée à court terme.

Analyse de la marge d'EBIT

Le taux de marge d'EBIT devrait suivre la même tendance que le taux de marge d'EBITDA.

LNC devrait voir son taux de marge d'EBIT osciller sur 2016-2018 entre 10,2% et 11,1%, soit un niveau supérieur à celui observé au cours des trois dernières années (8,8% en moyenne), étant rappelé que l'exercice 2016 est impacté par une charge de dépréciation du goodwill de 5,5m€.

A compter de 2017 et sur la suite du plan d'affaires et de la période extrapolée, le taux de marge d'EBIT découle du taux de marge d'EBITDA, les amortissements restant stables relativement au chiffre d'affaires (environ 0,5%).

Le taux de marge d'EBIT devrait ainsi atteindre, selon nos hypothèses, environ 9,2% à l'horizon 2020, niveau cohérent avec la marge historique observée à court terme.

Ce taux de marge reste par ailleurs supérieur au taux de marge d'EBIT observé à plus long terme chez LNC (7,5% en moyenne de 2004 à 2015) et chez les sociétés opérant dans le secteur de la promotion immobilière (8,5% en moyenne de 2004 à 2015)¹².

Impôt normatif

Un impôt normatif de 32,4% a été appliqué sur l'EBIT prévisionnel correspondant à un taux d'imposition normatif pondéré par la contribution au résultat des différents pays dans lequel opère LNC (France, Allemagne et Espagne). Le calcul de l'impôt normatif ne prend pas en compte les créances d'impôt résultant des déficits reportables, ces créances d'impôt étant déjà prises en compte dans le calcul de la dette nette ajustée.

¹² Analyse effectuée sur la base de l'étude Société Générale – Cross Asset Research en retenant la moyenne 2004-2015 de la médiane des taux de marge opérationnelle des sociétés opérant dans le secteur. Cet échantillon est composé des sociétés suivantes : Bouygues, Cogedim, Eiffage Immobilier, Icade, Kaufman & Broad, Nexity, Les Nouveaux Constructeurs, Sogeprom et Vinci

Analyse du plan d'investissements

Les investissements prévus dans le plan d'affaires correspondent à des investissements de remplacement et sont destinés principalement à l'activité de fabrication et commercialisation de garages préfabriqués en Allemagne (Zapf).

Le niveau d'investissement devrait ainsi représenter environ 0,5% du chiffre d'affaires sur la durée du plan d'affaires (2016-2018) et sur la période d'extrapolation (2019-2020) et rester à un niveau proche des amortissements sur cette même période.

Analyse du Besoin en fonds de roulement

L'analyse historique du BFR a été développée dans la première partie de notre rapport.

Nous avons calculé un BFR au 30 juin 2016.

Le BFR au 30 juin 2016 représente environ 258 jours de chiffre d'affaires soit environ 71% du chiffre d'affaires. Compte tenu de la saisonnalité de l'activité, il se situe à un niveau supérieur à celui observé au 31/12/2014 (220 jours) et au 31/12/2015 (226 jours).

Les hypothèses retenues concernant la période du plan d'affaires (2016-2018) reposent sur les données communiquées par le management de LNC. Le BFR estimé sur la durée du plan d'affaires devrait s'établir à 220 jours de chiffres d'affaires à fin 2016, soit un niveau proche du niveau observé à fin 2014 et fin 2015.

A compter de 2017, le niveau de BFR devrait diminuer légèrement et s'établir à environ 200 jours de chiffre d'affaires. Etant plus proche du niveau de BFR observé historiquement à moyen terme chez LNC, ce niveau de BFR ayant été maintenu sur la période extrapolée (2019-2020).

Ces hypothèses de BFR maximisent la valeur des flux de trésorerie au regard de la croissance du chiffre d'affaires sur la durée du business plan.

Conclusion

Les hypothèses du business plan (2016-2018) et les hypothèses retenues sur la période extrapolée (2019-2020) peuvent être considérées comme cohérentes et vraisemblables au regard des performances de la Société et des prévisions sectorielles.

3.3.1.3 Détermination des flux de trésorerie nets disponibles

A partir des éléments fournis dans le business plan du groupe sur la période 2016-2018 et de l'extrapolation effectuée par nous-même sur la période 2019-2020, nous avons calculé les flux de trésorerie d'exploitation de la manière suivante :

$$\begin{aligned}
& \text{EBIT}^{13} \\
& - \text{Impôt normatif} \\
& + \text{Amortissements} \\
& - \text{Investissements} \\
& - \text{Variation du BFR} \\
& = \text{Flux de trésorerie disponible ou Free Cash-Flows}
\end{aligned}$$

Les flux de trésorerie nets disponibles ont été actualisés à la date du 1er octobre 2016.

3.3.1.4 Détermination du taux d'actualisation

Calcul du CMPC		
Taux sans risque	(1)	0,19%
Prime de risque du marché	(2)	8,1%
Bêta désendetté	(3)	0,74
D/E	(4)	19,8%
Bêta rendetté	(5)	0,84
Prime de risque spécifique	(6)	1,56%
Coût des fonds propres	(7)	8,5%
Coût de la dette avant impôt	(8)	4,00%
Taux d'impôt		34,4%
Coût de la dette après impôt		2,62%
D/(D+E)	(9)	17%
E/(D+E)	(9)	83%
Coût moyen pondéré du capital		7,5%
(1) Taux des obligations d'état 10 ans - moyenne 1 mois au 26/09/2016 (2) Prime de risque marché actions - CAC 40 en août 2016 (V_{alpha}) (3) Bêta 5 ans des sociétés comparables au 19/09/2016 (4) Gearing société au 23/09/2016 (5) Formule de Hamada (6) Ibbotson 2013 (7) Formule du MEDAF (8) Coût de la dette du groupe (9) Calcul d'après gearing $1-D/(D+E)=E/(D+E)$		

Il a été retenu un taux d'actualisation de 7,5%, pour actualiser les flux de trésorerie futurs sur la base des hypothèses suivantes :

- un taux sans risque calculé sur le rendement des OAT françaises d'échéance 10 ans calculé sur la base d'une moyenne 1 mois au 26 septembre 2016, soit 0,19% ;
- le coefficient bêta est une mesure de la relation existant entre le cours d'une action et les fluctuations du marché. Il s'obtient en régressant la rentabilité de ce titre sur la rentabilité de l'ensemble du marché. Le bêta désendetté de 0,74 retenu a été calculé d'après la médiane des bêtas 5 ans de sociétés comparables. Les coefficients bêta présentant un coefficient de détermination (R^2) inférieur à 0,15 ont été exclus. L'échantillon final est composé uniquement de Nexity, seule société pour laquelle le beta est supérieur présente un degré de corrélation supérieur à 0,15 ;

¹³ Il a été réintégré à l'EBIT la charge de dépréciation du goodwill et la charge IFRS 2 qui n'ont pas d'effet cash. Concernant la charge IFRS 2, le plan d'investissement à destination des managers via la société Premier Associés n'a pas d'effet dilutif sur la valeur par action LNC et n'a pas d'impact sur la valeur de la société LNC ni ses résultats, d'un point de vue économique

- une prime de risque de marché de 8,1% calculée par Valphi en août 2016¹⁴ sur le CAC 40¹⁵ ;
- La prime de taille retenue (1,56%) est basée sur une étude internationale de la société Ibbotson qui fait référence en la matière. Elle correspond à l'écart observé entre la prime de risque calculée sur le marché action qui est calculée sur la moyenne des capitalisations boursières et celle observée sur des plus petites capitalisations boursières ;
- Le coût de la dette avant impôt de 4,0% correspondant au coût de la dette de la société ;
- Le gearing de 19,8% correspondant au gearing de la société au 23 septembre 2016.

Nous avons également déterminé un taux d'actualisation reposant sur des moyennes à long terme que nous avons comparé au taux retenu afin d'extérioriser l'impact que pourraient avoir les crises financières successives sur la prime de risque et le coût du capital :

Calcul du CMPC			
	Court terme		Long terme
Taux sans risque	0,19%	(1)	2,72%
Prime de risque du marché	8,1%	(2)	5,9%
Bêta désendetté	0,74	(3)	0,74
D/E	19,8%	(4)	19,8%
Bêta réendetté	0,84	(5)	0,84
Prime de risque spécifique	1,56%	(6)	1,56%
Coût des fonds propres	8,5%	(7)	9,2%
Coût de la dette avant impôt	4,00%	(8)	4,00%
Taux d'impôt	34,4%		34,4%
Coût de la dette après impôt	2,62%		2,62%
D/(D+E)	17%	(9)	17%
E/(D+E)	83%	(9)	83%
Coût moyen pondéré du capital	7,5%		8,1%
(1) Moyenne 10 ans du taux OAT 10 ans		(6) Ibbotson 2013	
(2) Prime de risque historique		(7) Formule du MEDAF	
(3) Bêta 5 ans des sociétés comparables au 19/09/2016		(8) Coût de la dette du groupe	
(4) Gearing société au 23/09/2016		(9) Calcul d'après gearing $1-D/(D+E)=E/(D+E)$	
(5) Formule de Hamada			

- Le taux sans risque retenu correspond à la moyenne sur 10 ans de l'OAT 10 ans (2,72%),
- La prime de risque retenue (5,85%) correspond à la moyenne des études empiriques suivantes qui font référence au niveau international :

Etudes	Taux	Période
Etude Ibbotson - moyenne arithmétique	6,7%	1970-2006
Etude Dimson- Marsch- Stauntton - moyenne géométrique	4,0%	1905-2005
Etude Dimson- Marsch- Stauntton - moyenne arithmétique	6,1%	1905-2005
Moyenne étude Dimson- Marsch- Stauntton	5,0%	
Moyenne des approches	5,85%	

¹⁴ Moyenne d'août à janvier 2016 de la prime de risque calculée mensuellement

¹⁵ Indice boursier regroupant les 40 plus importantes capitalisations boursières françaises cotées à la bourse de Paris

- Le bêta retenu est de 0,74 et correspond à la médiane de l'échantillon observé sur 5 ans (période déjà longue, les calculs sur de très longues périodes n'étant pas extériorisés par les bases de données).

Au final, le taux d'actualisation obtenu sur le « long terme » (8,1%) est légèrement supérieur à celui calculé sur une durée plus courte (7,5%).

Nous retiendrons en définitive le taux de 7,5% résultant de l'approche « court terme » qui reste légèrement inférieur à celui extériorisé dans l'approche « long terme » (8,1%). Cette hypothèse maximise donc la valeur retenue par l'application de la méthode des DCF.

Afin de s'assurer de la cohérence de ce taux d'actualisation, nous avons par ailleurs calculé un coût moyen pondéré du capital pondéré pour la part que chacun des pays dans lesquels LNC opère représente en termes de création de valeur.

CMPC pondéré				
	CMPC	% EBIT 2015	% EBIT 2014	Moyenne % d'EBIT
France	7,5%	65%	77%	71%
Allemagne	7,4%	11%	5%	8%
Espagne	8,5%	24%	18%	21%
	7,7%	100%	100%	100%

Ce coût moyen pondéré du capital pondéré s'établit à 7,7% et reste proche du taux d'actualisation (7,5%) que nous avons retenu pour actualiser les flux du groupe LNC.

3.3.1.5 Calcul de la valeur terminale

Comme mentionné précédemment, nous avons retenu l'année 2020 comme dernière année de la période extrapolée considérant qu'à cet horizon, les prévisions de croissance et de rentabilité pouvaient être considérées comme normatives.

La valeur terminale calculée à partir de la formule dite de Gordon-Shapiro, a ainsi été déterminée à l'horizon 2020 à partir d'un cash-flow disponible normatif, sur la base des hypothèses suivantes :

- Un taux de croissance à l'infini estimé à 1,0%, déterminé d'après le taux de croissance anticipé de l'économie sur le long terme,
- Un niveau de marge d'EBIT de 8,5% du chiffre d'affaires correspondant au niveau de marge observé depuis 2004 dans le secteur de la promotion immobilière¹⁶. Il convient de noter que la moyenne observée pour LNC sur cette même période s'élève à 7,5%.
- Un niveau des investissements égal à celui des amortissements à l'infini,

¹⁶ Analyse effectuée sur la base de l'étude Société Générale – Cross Asset Research en retenant la moyenne 2004-2015 de la médiane des taux de marge opérationnelle des sociétés opérant dans le secteur. Cet échantillon est composé des sociétés suivantes : Bouygues, Cogedim, Eiffage Immobilier, Icade, Kaufman & Broad, Nexity, Les Nouveaux Constructeurs, Sogeprom et Vinci

- Une variation du besoin en fonds de roulement calculée sur le taux de croissance à l'infini a été retenue.

3.3.1.6 Résultats chiffrés

Synthèse de la valorisation par la méthode des DCF	
Somme des flux de trésorerie actualisés (m€)	183,2
Valeur terminale actualisée (m€)	417,3
Valeur d'entreprise (m€)	600,5
Dette nette ajustée (m€)	-97,0
Valeur des fonds propres (m€)	503,5
Nombre d'actions (en milliers)	16 039
Valeur de l'action LNC (en €)	31,4 €

La valeur du titre LNC ressortirait à 31,4€, soit une prime induite par le prix d'Offre de 11,5%.

3.3.1.7 Analyse de sensibilité

L'analyse de la sensibilité au taux de croissance à l'infini et au taux d'actualisation fait ressortir les valeurs suivantes :

Tableau de sensibilité				
Taux de croissance à l'infini	CMPC			
		7,0%	7,5%	8,0%
	1,5%	35,4 €	32,2 €	29,5 €
	1,0%	34,3 €	31,4 €	28,9 €
	0,5%	33,3 €	30,7 €	28,4 €

La mesure de la sensibilité du prix de l'action aux valeurs retenues pour la croissance à l'infini et le taux d'actualisation font ressortir une valeur de l'action comprise entre 28,9€ (croissance de 1,0% et taux d'actualisation de 8,0%) à 34,3€ (croissance de 1,0% et taux d'actualisation de 7,0%). La valeur centrale s'établit donc, selon cette méthode à 31,4€.

3.3.2 Méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables

Cette méthode de valorisation consiste à appliquer aux agrégats de la société LNC les multiples de valorisation observés sur des sociétés cotées ayant des activités similaires.

3.3.2.1 Echantillon des sociétés comparables retenu

LNC ayant une activité de promotion immobilière représentant plus de 80% de son activité (le reliquat correspondant au chiffre d'affaires de l'activité de construction de garages préfabriqués Zapf) et opérant en France principalement (à plus de 60%) mais également en Allemagne et en Espagne, nous avons effectué une recherche de sociétés cotées opérant majoritairement dans le domaine de la promotion immobilière sur les marchés français, allemands et espagnols.

A partir de cette analyse, nous avons constitué un échantillon de sociétés intervenant dans un secteur d'activité proche de LNC.

L'échantillon de sociétés comparables retenues inclut donc des sociétés françaises (Kaufman & Broad, Nexity, AST Groupe, Capelli) et une société allemande (Isaria Wohnbau) présentes dans le secteur de la promotion immobilière. Nous avons analysé les activités de chaque société comparable ainsi que leur implantation géographique.

Sociétés	Promotion immobilière (% du CA total)	Répartition par types d'immobilier				Présence géographique
		Logements/Immobilier résidentiel		Immobilier non résidentiel		
		Maisons individuelles	Logements collectifs	Tertiaire	Ouvrages publics*	
Kaufman & Broad SA	100,0%	x	x	x		France (100%)
Nexity SA	83,1%	x	x	x	x	France (98,2%), autres (1,8%)
AST Groupe	46,0%	x	x			France (100%)
Isaria Wohnbau AG	85,8%	x	x			Allemagne (100%)
CAPELLI	63,9%	x	x			France (100%)
LNC ¹	84,1%	x	x	x		France (63,0%), Allemagne (25,3%), Espagne (11,7%)

Source : Xerfi, Analyse HAF

* Ouvrages publics tels que les programmes d'aménagement urbain, les écoles, etc

¹ Données issues du rapport financier annuel 2015

L'activité de promotion immobilière représente une part significative de l'activité de toutes les sociétés composant notre échantillon.

L'ensemble de ces sociétés opère uniquement ou en très grande majorité sur le territoire français, à l'exception d'Isaria Wohnbau qui opère sur le marché allemand. L'échantillon couvre ainsi une part importante de la présence géographique de LNC (à l'exception du marché espagnol pour lequel nous n'avons pas identifié de sociétés comparables cotée pour lesquelles l'activité de promotion immobilière est majoritaire).

Répartition par type d'immobilier en % du CA de promotion immobilière		
	Immobilier résidentiel	Immobilier non résidentiel
Kaufman & Broad SA	90,6%	9,4%
Nexity SA	85,1%	14,9%
AST Groupe	100,0%	0,0%
Isaria Wohnbau AG	100,0%	0,0%
CAPELLI	100,0%	0,0%
LNC¹	98,9%	1,1%

Source : Rapport financier annuel des sociétés comparables

¹ Données issues du rapport financier annuel 2015

Toutes les sociétés composant notre échantillon sont des promoteurs immobiliers opérant essentiellement dans l'immobilier résidentiel (à plus de 85%), la part immobilier résidentiel représentant 98,9% de l'activité de promotion immobilière de LNC.

Les sociétés composant notre échantillon sont de taille différente. Elles présentent les capitalisations boursières suivantes :

Société	Pays	Capitalisation boursière (en M€) ¹	Chiffre d'affaires 2015 (en M€)
Kaufman & Broad SA	FRA	738	1 063
Nexity SA	FRA	2 584	2 876
AST Groupe	FRA	51	105
Isaria Wohnbau AG	ALL	158	92
CAPELLI	FRA	49	91

Source : Infineanals

1 Moyenne 1 mois au 28/09/2016

Les cinq sociétés que nous avons jugées comparables à LNC sont présentées plus en détail ci-après :

- Kaufman & Broad (France) est groupe français ayant une activité de développeur-constructeur de logement neuf, cotée au NYSE Euronext Paris (compartiment B). L'entreprise emploie 711 collaborateurs pour un chiffre d'affaires total de 1.063m€ réalisé principalement en France.
- Nexity (France) est cotée sur le marché NYSE Euronext Paris (compartiment A). Nexity intervient sur plusieurs métiers de la promotion et des services immobiliers (immobilier résidentiel, immobilier d'entreprise, réseaux de franchises, ensemblier urbain). Il réalise en 2015 un chiffre d'affaires consolidé de 2.876m€, réparti en France, Italie et Pologne. Le groupe Nexity emploie 6 913 salariés.
- AST Groupe (France) est une société spécialisée dans la promotion immobilière et la construction de maisons individuelles, cotée au NYSE Euronext (compartiment C), et compte 379 collaborateurs. Le chiffre d'affaires, réalisé en intégralité en France, s'établit à 105m€ en 2015.
- Isaria Wohnbau (Allemagne) est une société spécialisée dans la promotion de l'immobilier résidentiel, cotée au Frankfurt Securities Exchange. Le chiffre d'affaires atteint 92m€ en 2015. Il est totalement réalisé en Allemagne.
- Capelli (France) est un groupe qui intervient sur plusieurs métiers de la promotion et des services immobiliers (immobilier résidentiel et de services, gestion d'investissement immobilier, habitat social...). Capelli, qui est cotée au NYSE Euronext (compartiment C), compte 76 collaborateurs. Le chiffre d'affaires 2015, réalisé entièrement en France, s'élève à 91m€.

3.3.2.2 Analyse des comparables boursiers

La croissance du chiffre d'affaires et les taux de marge de l'EBITDA et de l'EBIT des sociétés comparables sur les années 2016, 2017 et 2018 sont présentées ci-dessous :

Société	Taux de croissance du CA			Marge d'EBITDA			Marge d'EBIT		
	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Kaufman & Broad SA	15,5%	8,2%	6,0%	8,6%	8,7%	8,8%	8,6%	8,5%	8,5%
Nexity SA	10,1%	10,9%	4,9%	8,6%	9,2%	9,5%	7,8%	8,4%	8,7%
AST Groupe	20,1%	12,4%	5,6%	5,5%	7,0%	7,6%	4,4%	5,9%	6,5%
Isaria Wohnbau AG	22,9%	12,1%	57,5%	16,3%	23,5%	26,5%	19,5%	22,1%	25,6%
CAPELLI	24,0%	19,2%	16,0%	8,7%	8,9%	nc	8,0%	8,3%	8,7%
Médiane	20,1%	12,1%	6,0%	8,6%	8,9%	9,2%	8,0%	8,4%	8,7%
LNC - moyenne 2016-2018	15,6%			11,3%			10,6%		

Source: Infinitivals au 28 Septembre 2016

nc : non communiqué

Les taux de croissance du chiffre d'affaires de LNC sont supérieurs à ceux des comparables sur les années 2016 et 2017. Il est inférieur à ceux des comparables en 2018.

Les taux de marge d'EBIT et d'EBITDA générés par LNC sont supérieurs aux taux de marge médians de l'échantillon que nous avons retenus en 2016, 2017 et 2018.

3.3.2.3 Multiples obtenus et choix des multiples

Le tableau suivant récapitule les multiples de valorisation boursière et l'ensemble des sociétés comparables de l'échantillon.

Société	VE/CA			VE/EBITDA			VE/EBIT		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Kaufman & Broad SA	0,68x	0,63x	0,59x	8,0x	7,2x	6,8x	7,9x	7,4x	7,0x
Nexity SA	0,91x	0,83x	0,79x	10,6x	8,9x	8,2x	11,7x	9,8x	9,1x
AST Groupe	0,44x	0,40x	0,37x	8,0x	5,6x	4,9x	10,0x	6,7x	5,7x
Isaria Wohnbau AG	2,08x	1,86x	1,18x	12,8x	7,9x	4,5x	10,7x	8,4x	4,6x
CAPELLI	1,09x	0,91x	0,79x	12,5x	10,3x	nc	13,5x	11,0x	9,0x
Médiane	0,91x	0,83x	0,79x	10,6x	7,9x	5,8x	10,7x	8,4x	7,0x
Multiple corrigé	1,19x	0,96x	0,71x	na	na	na	na	na	na

Source: Infinitivals au 28/09/2016

nc : non communiqué

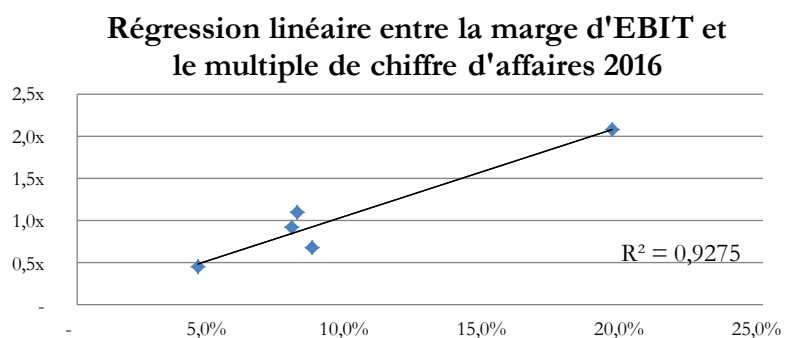
na : non applicable

Nous avons retenu les multiples :

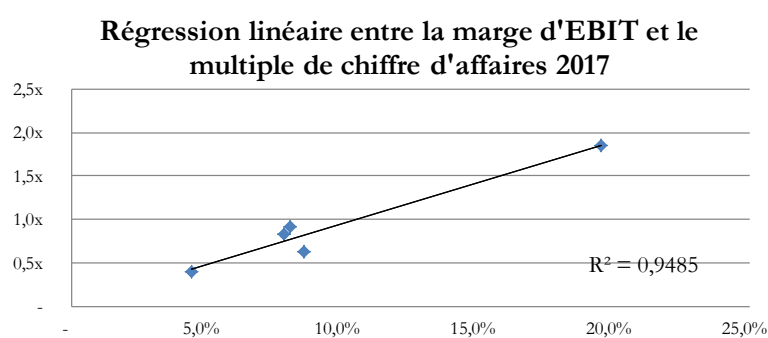
- de chiffre d'affaires corrigés grâce à une régression linéaire entre les multiples de chiffre d'affaires et les taux de marge des sociétés comparables,
- d'EBITDA qui extériorise les bénéfices réalisés par les sociétés sans tenir compte des différentiels de politiques d'amortissements,
- d'EBIT qui permet d'extérioriser la rentabilité observée avant impact de la charge financière.

En effet, la médiane du multiple de chiffre d'affaires n'est applicable que si les niveaux de marge observés chez les comparables sont proches. Or, les taux de marge d'EBIT de notre échantillon sont variables et se situent à des niveaux différents de LNC. Le multiple de chiffre d'affaires a donc été ajusté par la méthode de la régression linéaire.

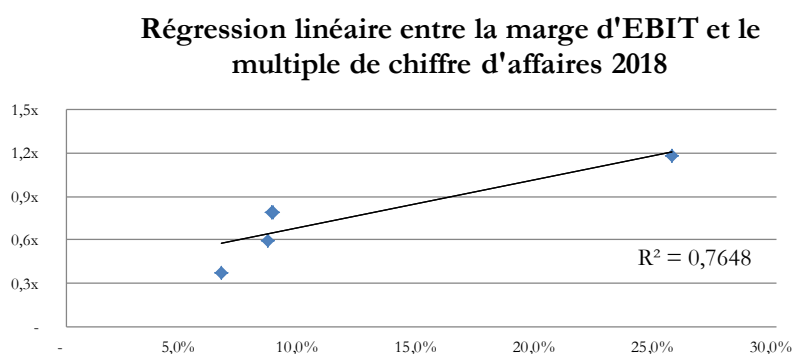
Cette méthode n'est applicable que si le coefficient de détermination de la régression linéaire est suffisamment élevé. Dans notre cas, sur l'exercice 2016, ce coefficient s'élève à 92,75%.



De même, sur 2017, le coefficient de détermination entre les multiples de chiffre d'affaires et les taux de marge d'EBIT s'élève à 94,85%.



En 2018, le coefficient de détermination entre les multiples de chiffre d'affaires et les taux de marge d'EBIT s'élève à 76,48%.



Les multiples de chiffre d'affaires ont donc été « corrigés » et s'élèvent à 1,19x, 0,96x et 0,71x respectivement sur les années 2016, 2017 et 2018.

Régression linéaire	Marge d'EBIT		
	2018	2016	2018
Coefficient de régression (a)	10,59	8,33	3,29
(b)	0,02	0,04	0,36
Coefficient de corrélation	0,93	0,94	0,76
Taux EBIT LNC (x) ¹	x%	x%	x%
Multiples de chiffre d'affaires "corrigés"	1,19x	0,96x	0,71x

1 : Ces données ont été retirées

Nous avons exclu le multiple du PER (Price to Earnings Ratio) compte tenu des écarts de structure financière entre les sociétés comparables et des éléments de résultats non courants qui peuvent affecter les résultats des sociétés.

3.3.2.4 Application de la méthode

Nous avons retenu les multiples de VE / CA corrigé et les multiples médians de VE / EBITDA et VE / EBIT pour les années 2016, 2017 et 2018 étant entendu que la valeur d'entreprise (VE) correspond à la capitalisation boursière (sur la base d'une moyenne sur les 30 derniers jours de bourse à la date du présent rapport) augmentée des dettes financières nettes ajustées consolidées.

3.3.2.5 Résultats

Le tableau ci-dessous synthétise la valeur implicite de LNC obtenue par la méthode des comparables boursiers.

Valorisation de l'action LNC				
	VE/CA	VE/EBITDA	VE/EBIT	Moyenne
Valeur moyenne des capitaux propres (en m€)	573,3	552,0	570,7	
Nombre d'actions (en milliers)	16 039	16 039	16 039	
Valeur de l'action LNC (€/action)	35,7 €	34,4 €	35,6 €	35,2 €

Nous obtenons, en synthèse, une valeur implicite de LNC par la méthode des comparables boursiers de 34,4€ (multiple d'EBITDA), 35,6€ (multiple d'EBIT) et 35,7€ (multiple de Chiffre d'affaires corrigé). La valeur centrale est de 35,2€ et correspond donc à la moyenne des trois multiples.

Cette valeur constitue selon nous une fourchette haute de la valeur de LNC dans la mesure où nous considérons, au même titre que les analystes suivant le secteur de la promotion immobilières, les années 2016 puis les années 2017 et 2018 (années sur lesquelles les agrégats de chiffres d'affaires, d'EBITDA et d'EBIT ont été appliqués aux multiples) comme des années avec un niveau de réservation plus élevé que la moyenne historique (environ 100.000 en France entre 2000 et 2015) et représentant ainsi un haut de cycle. Par conséquent, l'application de la méthode des comparables à ces années maximisent la valeur ressortant par cette méthode.

Le prix d'Offre de 35€ fait ressortir une décote de 0,7% sur la valeur centrale extériorisée par cette méthode.

3.3.3 Référence au cours de bourse

Les actions LNC sont cotées sur le compartiment B d'Euronext Paris sous le code ISIN FR0004023208.

A notre connaissance, LNC ne fait plus l'objet d'un suivi par des analystes financiers et il n'existe pas de consensus de valeur.

3.3.3.1 Analyse de la liquidité du cours de bourse

A notre connaissance et au jour du dépôt de l'Offre, l'actionnariat se répartit comme suit :

Actionnaire	Nb actions	% du capital	Nb droits de vote	% des droits de vote
Premier Investissement	11 193 501	69,8%	21 536 458	78,8%
Premier Associés	2 200 000	13,7%	2 733 250	10,0%
SC Magellan	250 515	1,6%	250 515	0,9%
Famille Mitterrand	17 754	0,1%	19 844	0,1%
Total concert	13 661 770	85,2%	24 540 067	89,8%
Actions du Directoire ¹	133 854	0,8%	253 959	0,9%
Public ²	2 244 131	14,0%	2 543 555	9,3%
Total	16 039 755	100,0%	27 337 581	100,0%

Source: Note d'opération

¹ Actions détenues par MM. Fabrice Desrez, Ronan Arzel, et Paul-Antoine Lecocq

² Sont inclus les 1.000 actions auto-détenues par la société

Le capital flottant représentait, à la date de l'opération, 14,0% du capital, soit 2.243.131 actions.

Une analyse de la liquidité du titre, résumée ci-dessous, a été effectuée :

Moyenne pondérée par les volumes	Titres échangés en moyenne	Titres échangés en cumul	Volume cumulé % total ¹	Volume cumulé % flottant ²
Spot (le 28/09/2016)	3 794	3 794	0,0%	0,2%
Moyenne 1 mois	1 292	29 709	0,2%	1,3%
Moyenne 3 mois	1 192	78 684	0,5%	3,5%
Moyenne 6 mois	2 523	333 059	2,1%	14,8%
Moyenne 9 mois	2 784	537 296	3,3%	24,0%
Moyenne 1 an	2 936	754 543	4,7%	33,6%

Source : Euronext, 28/09/2016

¹ Ratio entre le nombre de titres échangés et le nombre total d'actions

² Ratio entre le nombre de titres échangés et le nombre d'actions au flottant

Le tableau ci-dessus témoigne de la relative faiblesse des volumes échangés. Les volumes moyens échangés quotidiennement se situent entre 1.192 titres (moyenne 3 mois) et 2.936 titres (moyenne 1 an).

Sur le dernier mois, le nombre total de titres échangés représente 0,2% du nombre total de titres et 1,3% du flottant.

Sur un an, le nombre de titres échangés s'élève, en cumul, à 754.543, soit 4,7% du nombre total de titres et environ 33,6% du flottant.

Au regard de ces données, nous pouvons donc considérer le titre LNC comme relativement liquide.

Nous retiendrons le cours de bourse pour apprécier la valeur des titres LNC, le flottant représentant une part significative du capital (14,0%) et cette méthode restant une référence du point de vue des actionnaires minoritaires.

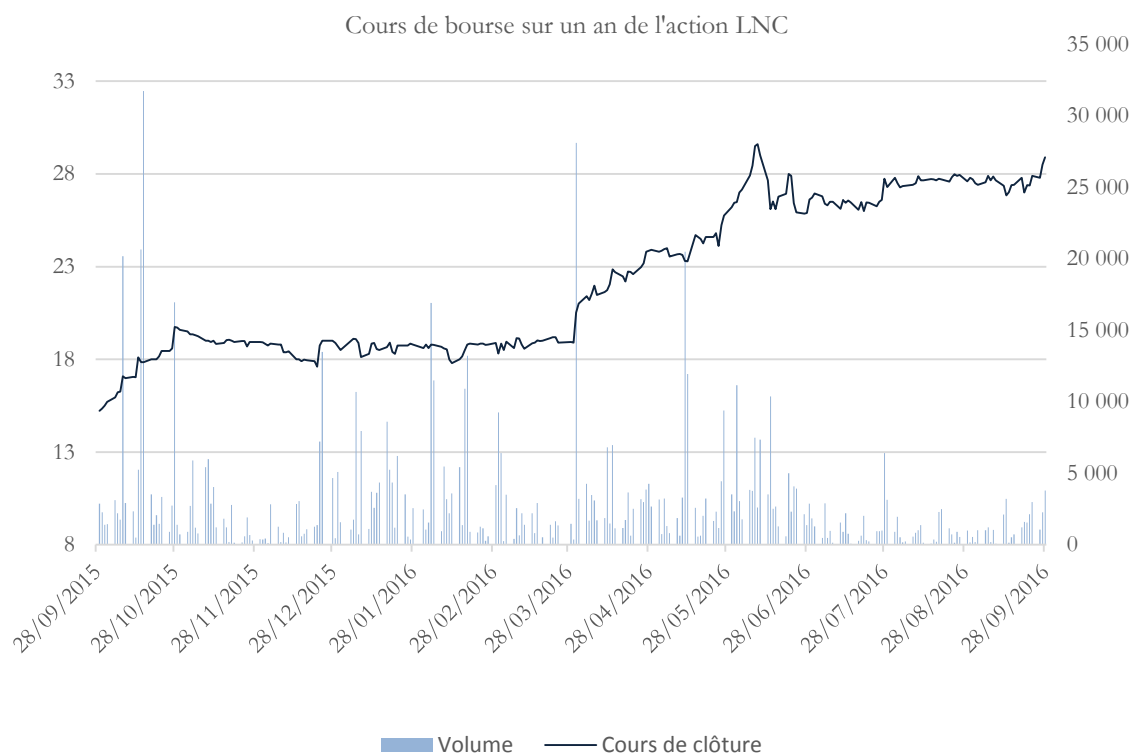
3.3.3.2 Calcul des différentes moyennes de cours de bourse

L'évolution du cours de bourse de l'action LNC depuis son introduction en bourse en novembre 2006 est présentée ci-dessous :



Introduit en novembre 2006 à 21€, le cours de bourse de l'action LNC a été fortement impacté négativement en 2008 par la crise financière et l'éclatement de la bulle immobilière en Espagne pour atteindre son plus bas niveau historique le 24 novembre 2008 (1,15€). Depuis cette date, le cours de bourse de l'action LNC a connu une progression lui permettant de revenir à un niveau supérieur au prix de l'introduction en Bourse.

Au cours de la dernière année, le cours de bourse de l'action LNC a évolué comme suit :



Suite à l'annonce des résultats du premier semestre 2015, LNC a vu tout d'abord son cours progresser jusqu'au 28 octobre 2015 pour s'établir à 19,75€.

Par la suite, le cours de la société LNC s'est stabilisé entre 18€ et 20€ jusqu'au 31 mars 2016, date d'annonce des résultats 2015 et journée au cours de laquelle il s'est échangé 28 milliers de titres.

Le cours connaît par la suite une hausse progressive jusqu'au 9 juin 2016 pour atteindre 29,6€, soit son maximum depuis l'introduction en Bourse de LNC.

Depuis cette date, le cours oscille entre 26€ et 28€ alors que les volumes échangés restent limités (inférieurs à 10.000 titres par jour). Le 28 septembre 2016, veille de l'annonce de l'Offre, le cours atteint 28,9€.

Le tableau ci-dessous présente les moyennes du cours de bourse à différents horizons sur la base du cours de clôture au 28/09/2016, veille de l'annonce de l'Offre.

	€/action	Prime offerte
Cours de clôture (le 28/09/2016)	28,9	21,1%
CMPV* 1 mois	27,7	26,2%
CMPV* 3 mois	27,3	28,1%
CMPV* 6 mois	25,0	39,8%
CMPV* 9 mois	22,6	54,7%
CMPV* 1 an	21,3	64,0%

Source : Euronext, 28/09/2016

* Cours moyen pondéré par les volumes

Les différentes moyennes de cours de bourse, s'établissent entre 21,3€ (moyenne 1 an) et 27,7€ (moyenne 1 mois).

Le prix proposé de 35,0€ par action offre des primes comprises entre 26,2% (cours moyen pondéré par les volumes 1 mois) et 64,0% (cours moyen journalier pondéré par les volumes 1 an).

Nous retiendrons en synthèse la moyenne 1 mois (27,7€) et 3 mois (27,3€) qui couvrent les périodes les plus récentes.

3.4 Méthode d'évaluation retenue à titre secondaire

3.4.1 Méthode des multiples observés sur des transactions comparables

La méthode des multiples de transactions consiste à appliquer aux agrégats financiers de la société objet de l'Offre une moyenne ou une médiane des multiples constatés lors de transactions les plus comparables.

3.4.1.1 Choix des transactions

Dans notre approche, nous avons retenu cinq transactions qui concernaient des sociétés de promotion immobilière cotées et non cotées sur des périodes récentes (2015 et 2016).

Notre choix s'est porté sur les transactions suivantes :

- Cession par Financière Gaillon 8 de 39,1% du capital de Kaufman & Broad en avril 2016,
- Cession par BPCE de 12,7% du capital de Nexity en mars 2016,
- Acquisition par Kaufman & Broad de 100% du capital de Seri Ouest en juin 2016,
- Acquisition par Altarea Cogedim de 100% du capital de Pitch Promotion en novembre 2015,
- Acquisition par Kaufman & Broad de 40% du capital de SAFAUR en juillet 2015,

Ces transactions nous sont apparues comme pertinentes car les cibles des opérations opèrent dans le secteur de la promotion immobilière. Par ailleurs, la présente offre intervient dans un contexte macro-économique et financier proche de ces cinq autres opérations.

Cependant, deux des transactions correspondent à des transactions sur des sociétés dont les titres sont cotés (Kaufman & Broad et Nexity) et qui ont été retenus dans notre échantillon de sociétés comparables dans la méthode des multiples observés sur des sociétés cotées comparables, pouvant induire une redondance bien que les transactions correspondent à des cessions de blocs hors marchés.

D'autre part, les agrégats de Pitch Promotion datent du 31 mars 2014 et son EBITDA n'est pas renseigné (au même titre que celui de SAFAUR), ce qui vient biaiser l'application de la méthode.

Nous avons donc, au final, décidé de retenir cette méthode à titre secondaire.

3.4.1.2 Analyse des transactions

3.4.1.2.1 *Financière Gaillon 8 / Kaufman & Broad*

Financière Gaillon 8 a cédé en avril 2016 39,1% du capital de Kaufman & Broad dans le cadre d'un placement privé auprès d'investisseurs institutionnels pour une valeur de 256,5m€. Il résulte du prix de cette transaction une valeur d'entreprise induite de 628,7m€. Kaufman & Broad est un groupe français ayant pour activité de développer et construire des logements neufs.

3.4.1.2.2 *BPCE/Nexity*

La BPCE a cédé en mars 2016 12,7% du capital de Nexity pour un prix 286,3m€, soldant ainsi sa participation dans le groupe Nexity. Le prix de cette transaction induit une valeur d'entreprise de 2.327,6m€. Nexity est un groupe qui intervient sur plusieurs métiers de la promotion et des services immobiliers (immobilier résidentiel, immobilier d'entreprise, réseaux de franchises, ensemblier urbain).

3.4.1.2.3 *Kaufman et Broad / Seri Ouest*

Kaufman & Broad a acquis la totalité du capital de Seri Ouest pour une valeur de 10,1m€. Il découle du prix de cette transaction une valeur d'entreprise induite de 17,8m€. Seri Ouest est un promoteur immobilier spécialisé dans la construction de d'habitations dans les grandes villes de l'Ouest de la France.

3.4.1.2.4 *Altarea Cogedim / Pitch Promotion*

Altarea Cogedim a acquis 100% du capital de Pitch Promotion pour un prix de 127m€. Ce montant induit une valeur d'entreprise de 282m€. Pitch promotion a pour activité la promotion immobilière, la construction neuve (collectif, bureaux et sièges sociaux, aménagements urbains, commerces, plateformes logistiques...) ainsi que la rénovation.

3.4.1.2.5 *Kaufman et Broad / SAFAUR*

Kaufman & Broad a acquis 40% du capital de SAFAUR pour une valeur de 1,4m€. Il résulte du prix payé une valeur d'entreprise induite de 2m€. SAFAUR intervient dans la promotion-construction-vente de pavillons, appartements, commerces, bureaux, et maisons de retraite à Caen et sur la côte Normande.

3.4.1.3 Multiples obtenus

Nous avons retenu dans le cadre de cette méthode les multiples :

- d'EBITDA qui permet d'extérioriser les bénéfices réalisés par les sociétés sans tenir compte des différentiels de politiques d'amortissements et des résultats non courants ;
- d'EBIT qui permet d'extérioriser la rentabilité observée avant impact de la charge financière.

Nous avons exclu les multiples :

- de chiffre d'affaires qui n'est pertinent que si les niveaux de marges observés chez les comparables sont proches de ceux de la société à évaluer, ce qui n'est pas le cas présentement. Le faible niveau du coefficient de corrélation entre le multiple de chiffre d'affaires et le taux de marge sur l'échantillon observé ne permet pas l'utilisation d'un multiple de chiffre d'affaires corrigé par régression linéaire.
- de PER (Price Earning Ratio) compte tenu des écarts de structure financière entre les sociétés comparables et des éléments de résultats non courants qui peuvent affecter les résultats des sociétés.

Les transactions et multiples obtenus se synthétisent comme suit :

Date d'annonce	Type d'opération	Acquéreur/Cédant	Cible	Prix payé (m€)	% acquis/cédé	Valeur d'entreprise (m€)	VE/CA	VE/EBITDA	VE/EBIT
avr.-16	Cession	Financière Gaillon 8	Kaufman & Broad SA	256,5	39,1%	628,7	0,6x	7,0x	7,3x
mars-16	Cession	BPCE	Nexity SA	286,3	12,7%	2 327,6	0,8x	10,3x	11,6x
juin-16	Acquisition	Kaufman and Broad	Seri Ouest	10,1	100,0%	17,8	0,6x	10,7x	10,7x
nov.-15	Acquisition	Altarea Cogedim	Pitch Promotion	127,0	100,0%	282,0	1,0x	nc	15,2x
juil.-15	Acquisition	Kaufman & Broad SA	SAFAUR	1,4	40,0%	2,0	0,8x	nc	5,8x
Médiane							0,8x	10,3x	10,7x

3.4.1.4 Application de la méthode

Nous avons retenu les multiples médians de VE / EBITDA et VE / EBIT que nous avons appliqué aux agrégats respectifs de LNC au 31 décembre 2014, 2015 et 2016, les transactions ayant été annoncés en 2015 et 2016 et le multiple se basant ainsi sur des agrégats 2014 en ce qui concerne les transactions datant de 2015.

La valeur des fonds propres ressortant par cette méthode est déterminée en défalquant de la valeur d'entreprise extériorisée la dette nette ajustée telle qu'elle est présenté dans la partie 3.1.3 du présent rapport.

3.4.1.5 Résultats

Le tableau ci-dessous synthétise la valeur implicite de LNC obtenue par la méthode des transactions comparables.

Valorisation de l'action LNC			
	VE/EBITDA	VE /EBIT	Moyenne
Valeur moyenne des capitaux propres (en m€)	494,3	495,8	
Nombre d'actions (en milliers)	16 039	16 039	
Valeur de l'action LNC (€/action)	30,8 €	30,9 €	30,9 €

Nous obtenons en synthèse une valeur implicite de LNC de 30,8€ (multiple d'EBITDA) et 30,9€ (multiple d'EBIT). La valeur centrale est de 30,9€ et correspond donc à la moyenne entre les multiples d'EBITDA et d'EBIT, le multiple du chiffre d'affaires n'ayant pas été retenu.

Le prix d'Offre de 35€ fait ressortir une prime de 13,4% sur cette valeur.

La valeur extériorisée par le multiple du chiffre d'affaires ressortirait pour information à 18,9€.

3.5 Analyse des accords pouvant avoir une incidence significative sur l'appréciation ou l'issue de l'Offre

3.5.1 Analyse du programme d'investissement à destination des managers de LNC

L'Initiateur a mis en place en juin 2013 un programme d'investissement à destination d'une trentaine de managers de LNC (ci-après les « Managers ») permettant à ces derniers d'être associés au développement de la Société par le biais d'un investissement dans la société Premier Associés.

Nous avons dans le cadre de l'appréciation de l'équité des conditions financières de l'Offre analysé les éléments relatifs à ce plan de motivation des dirigeants. Nous avons notamment analysé les documents suivants :

- Les statuts de la société Premier Associés mis à jour le 1^{er} mars 2014,
- Le rapport d'évaluation réalisé par un expert indépendant portant sur la valeur des Actions O de la société Premier Associés en date du 22 mars 2013 dans le cadre de la souscription des Managers au capital de Premier Associés.

La société Premier Associés détient à la date du présent rapport 2.200.000 actions LNC qui constituent l'essentiel de son actif. Le capital social de Premier Associés est composé de :

- 4.608.571 actions de préférence (ci-après les « Actions P ») détenues par la société Premier Investissement,
- 2.200.000 actions ordinaires (ci-après les « Actions O ») majoritairement détenues par les Managers.

Les statuts de la société Premier Associés définissent les droits et obligations attachés à chaque catégorie d'actions. Les principales caractéristiques de l'investissement dans Premier Associés sont les suivantes :

- Le droit de vote attaché aux actions est proportionnel à la quotité de capital qu'elles représentent et chaque action donne droit à une voix,
- Les Actions P confèrent des droits préférentiels à leurs détenteurs en cas de dissolution ou de liquidation de la société Premier Associés,

- Les Actions P confèrent également le droit à leurs détenteurs à toutes distributions de dividendes pendant la période 2013 à 2017 sous réserve du maintien à l'actif de la société des 2.200.000 actions LNC et du maintien des capitaux propres à un montant supérieur à un seuil spécifique,
- Les Actions O ne confèrent en revanche aucun droit financier sur les 2.200.000 actions LNC durant la période 2013 à 2017 (sauf certaines distributions dont le montant est supérieur à 50% du résultat net consolidé de LNC) mais permettent à leurs détenteurs de bénéficier, à partir de juin 2018, de tout ou partie des droits financiers sur les 2.200.000 actions LNC détenues par Premier Associés, en fonction du degré d'atteinte des objectifs de performance définis en début de plan. Ces objectifs de performance sont basés sur la somme des résultats opérationnels courants consolidés réalisés sur le périmètre français sur une période de cinq ans incluant les exercices 2013 à 2017. Dans l'hypothèse d'atteinte à 100% des objectifs, les détenteurs d'Actions O auront droit à l'ensemble des droits financiers sur les 2.200.000 actions LNC,
- Les actions de la société sont inaliénables pendant une durée de dix ans à compter du 31 mai 2013 sauf transferts autorisés par le président de Premier Associés ou transferts réalisés par ou au bénéfice de la société Premier Investissement SAS. Au terme de la période d'inaliénabilité, les actions de la société ne pourront être cédées à des tiers ou même entre associés qu'avec l'agrément du président de la société.

Dans l'hypothèse d'atteinte à 100% des objectifs, l'Initiateur n'aura plus, à partir de 2018, de droit financier sur les actions LNC détenues par Premier Associés mais conservera, quel que soit le degré d'atteinte des objectifs, la majorité des deux tiers des droits de vote de Premier Associés. L'Offre permettra notamment à l'Initiateur d'anticiper la réduction partielle ou totale des droits financiers indirects de l'Initiateur sur les actions de LNC détenues par Premier Associés dans le cadre du plan d'investissement à destination des Managers de la Société.

Ce programme d'investissement a la forme d'un « management package » et permet donc aux Managers de bénéficier, en fonction du degré d'atteinte des objectifs de performance, de tout ou partie des droits financiers sur les 2.200.000 actions LNC détenues par Premier Associés.

Nous avons examiné les conditions d'investissement et le prix de souscription des Actions O proposé aux Managers de LNC au début du plan (2013). Les Actions O ont fait l'objet d'une valorisation par un expert indépendant. L'évaluateur a mis en œuvre la méthode Monte Carlo, une méthode d'évaluation communément admise pour ce type d'instruments financiers.

L'évaluateur a déterminé les principaux paramètres d'évaluation des Actions O sur la base des informations figurant dans le projet de statuts de la société Premier Associés et des données de marché. Les paramètres de ce modèle concernent la valeur du sous-jacent, les résultats opérationnels France cumulé sur la période 2013/2017 (« le ROC France cumulé »), le pay-off, la maturité, le taux d'intérêt sans risque, le rendement de l'action, la volatilité du sous-jacent et des ROC France cumulé, la corrélation entre le sous-jacent et le ROC France cumulé et la décote d'incessibilité. Le prix de souscription versé par les Managers au titre des Actions O correspond à la valeur extériorisée dans le rapport de l'évaluateur. Ce prix est donc justifié et les conditions de l'investissement sont, sur la base des travaux de l'évaluateur, équitables.

Il convient de rappeler que le plan d'investissement des Managers dans Premier Associés ne produit aucun effet dilutif sur la valeur de l'action LNC. La répartition des droits financiers des 2.200.000 actions LNC détenues à l'actif de Premier Associés implique un transfert de la valeur entre Premier Investissement et les Managers.

En conclusion, le plan d'investissement n'a donc ni effet relatif ni effet dilutif pour l'actionnaire minoritaire et ne comprend pas de clause qui remettrait en cause l'équité du prix d'Offre.

3.5.2 Analyse des engagements de non apports à l'Offre

Des engagements de non-apports ont été pris par certains actionnaires. Dans ce cadre, nous avons analysé :

- L'engagement de non-apport à l'Offre signé entre la société Premier Associés et Premier Investissement le 13 octobre 2016,
- L'engagement de non-apport à l'Offre signé entre la société SC Magellan et Premier Investissement le 13 octobre 2016,
- L'engagement de non-apport à l'Offre signé entre les membres de la famille Mitterrand¹⁷ et Premier Investissement le 13 octobre 2016,
- L'engagement de non-apport à l'Offre signé entre Monsieur Fabrice Desrez, et Premier Investissement le 13 octobre 2016,
- L'engagement de non-apport à l'Offre signé entre Monsieur Ronan Arzel et Premier Investissement le 13 octobre 2016.
- L'engagement de non-apport à l'Offre signé entre Monsieur Paul-Antoine Lecocq et Premier Investissement le 13 octobre 2016.

La société Premier Associés, détenant 2.200.000 actions représentant 13,7% du capital et 10,0% des droits de vote de LNC et agissant de concert avec l'Initiateur, s'est engagée à ne pas apporter ses titres à l'Offre. De par ses statuts, Premier Associés est tenue de maintenir une participation d'au moins 2.200.000 actions dans le capital de la Société.

La société SC Magellan, détenant 250.515 actions représentant 1,6% du capital et 0,9% des droits de vote de LNC et agissant de concert avec l'Initiateur, s'est engagée à ne pas apporter ses titres à l'Offre.

Les membres de la famille Mitterrand, détenant ensemble 17.754 actions représentant 0,1% du capital et 0,1% des droits de vote de LNC et agissant de concert avec l'Initiateur, s'est engagée à ne pas apporter ses titres à l'Offre.

Messieurs Fabrice Desrez, Ronan Arzel et Paul-Antoine Lecocq, membres du Directoire de LNC et détenant ensemble 133.854 actions représentant 0,8% du capital et 0,9% des droits de vote de LNC, se sont engagés individuellement à ne pas apporter leurs titres à l'Offre.

Ces engagements de non apports ont été pris dans le cadre de la présente opération par des membres du Concert initiant l'Offre ainsi que par des membres du Directoire de la Société visée souhaitant conserver leur participation dans le capital de LNC.

¹⁷ Comprenant Olivier Mitterrand, M. et Mme Moïse Mitterrand, Guillaume Nadd Mitterrand, Louis-David Mitterrand, Maël Mitterrand, Marie Mitterrand et Antigone Mitterrand

Ces engagements de non apports prennent effet à compter de leur date de signature et, sous réserve que l'Offre soit déposée avant le 30 octobre 2016 (inclus) et qu'elle ne soit pas déclarée non-conforme par l'AMF¹⁸, restent en vigueur jusqu'à la date de clôture de l'Offre.

Par ailleurs, Messieurs Fabrice Desrez, Ronan Arzel et Paul-Antoine Lecocq s'interdisent, à compter de la date de signature de l'engagement et jusqu'à la date de clôture, de transférer, directement ou indirectement, de quelque manière que ce soit, la propriété des actions, en ce compris et sans que cette liste soit limitative, par voie de cession à titre gratuit ou à titre onéreux, échange, partage, prêt, vente à réméré, démembrement, apport en société, apport partiel d'actifs, liquidation, fusion ou fusion ou toute combinaison de ces opérations.

L'examen de ces engagements ne fait pas apparaître de clause qui remettrait en cause l'équité du prix d'Offre.

Il n'existe par ailleurs pas, à notre connaissance, d'autre accord susceptible d'avoir une influence significative sur l'appréciation de l'Offre.

4 Analyse des éléments d'appréciation du prix d'Offre de l'établissement présentateur

Les travaux et conclusions de l'établissement présentateur sont présentés dans la note d'information de la présente Offre.

4.1 Eléments d'appréciation du prix d'Offre des actions

Pour apprécier le prix d'Offre, l'établissement présentateur a retenu l'approche suivante pour valoriser les actions LNC :

4.1.1 Méthodes d'évaluation écartées :

- Méthode de l'actif net réévalué
- Méthode des dividendes futurs
- Référence au cours cible des analystes
- Transactions récentes intervenues sur le capital
- Méthode des transactions comparables

L'établissement présentateur n'a pas retenu cette dernière méthode en considérant le nombre de transactions identifiées ainsi que leurs conditions financières rendues publiques insuffisants. Nous avons pour notre part décidé de retenir cette méthode à titre secondaire.

Notre approche est décrite dans la partie 3.3 de notre rapport.

¹⁸ Autorité des Marchés Financiers

4.1.2 Méthodes d'évaluation retenues :

- Méthode de l'actif net comptable
- Méthode des flux de trésorerie actualisés
- Méthode des comparables boursiers
- Méthode du cours de bourse

L'établissement présentateur a donc mis en œuvre une approche multicritères comprenant une méthode analogique (comparables boursiers) et deux méthodes intrinsèques (flux de trésorerie actualisés et actif net comptable) et s'est référé au cours de bourse de LNC.

Ces méthodes sont identiques à celles que nous avons nous-mêmes retenues à l'exception de l'Actif Net Comptable que nous ne considérons pas comme étant pertinente dans une optique de continuité d'exploitation.

L'examen des travaux d'évaluation mis en œuvre par l'établissement présentateur nous conduit à formuler les commentaires suivants :

4.1.2.1 Méthode des flux de trésorerie actualisés

Pour mettre en œuvre cette méthode, l'établissement présentateur a :

- utilisé les prévisions d'exploitation établies par le management de la société pour les exercices allant du 31 décembre 2016 au 31 décembre 2018 ;
- extrapolé le plan d'affaires sur la période 31 décembre 2019 – 31 décembre 2025 en retenant un taux de décroissance du chiffre d'affaires de 4% à 5% par an entre 2019 et 2022 puis un taux de croissance de 0,5% de 2023 à 2025, et un taux de marge d'EBIT correspondant au niveau moyen des trois derniers exercices historiques ;
- calculé une valeur terminale sur la base d'un flux normatif actualisé auquel a été appliqué un taux de croissance à l'infini de 0,5% ;
- actualisé l'ensemble de ces flux au taux de 8,1%. Ce taux correspond au coût moyen pondéré du capital de la société et intègre un taux sans risque (1,13%), une prime de risque (9,4%) à laquelle est appliqué un coefficient bêta de (0,52) et une prime de risque spécifique calculée sur la base de l'étude Ibbotson de (2,7%);
- déduit de la valeur ainsi obtenue la dette financière nette au 31 décembre 2015 (56,4m€) à laquelle il a ajouté la valeur comptable des actifs et passifs hors exploitation, la valeur comptable des provisions pour risques et charges et les intérêts minoritaires réévalués pour un montant total de 47,6m€, soit une dette nette ajustée de 104,0m€.

La méthode des flux de trésorerie actualisés, telle qu'appliquée par l'établissement présentateur, fait ressortir une valeur de l'action LNC de 27,5€.

La mesure de la sensibilité de la valeur de l'action à la variation du taux d'actualisation fait ressortir une valeur par action comprise entre 24,5€ (taux d'actualisation de 8,6% et taux de marge opérationnelle de 8,4%) et 31,0€ (taux d'actualisation de 7,6% et taux de marge opérationnelle de 9,4%).

Les modalités de mise en œuvre que nous avons retenues pour la méthode des flux de trésorerie actualisés sont proches de celles de l'établissement présentateur en ce qui concerne les éléments du plan d'affaires jusqu'au 31 décembre 2018.

Les modalités de mise en œuvre que nous avons retenues divergent de l'établissement présentateur en ce qui concerne :

- la détermination du flux normatif et de la valeur terminale,
- le calcul du taux d'actualisation,
- la période retenue pour l'actualisation des flux et le calcul de la dette nette ajustée.

4.1.2.1.1 Horizon du plan d'affaires, flux normatif et valeur terminale

L'établissement présentateur a extrapolé le plan d'affaires de LNC sur sept exercices supplémentaires (horizon au 31 décembre 2025). Il a été retenu sur la période d'extrapolation un taux de décroissance du chiffre d'affaires de 4% à 5% par an entre 2019 et 2022 puis un taux de croissance de 0,5% de 2023 à 2025, et un taux de marge d'EBIT correspondant au niveau moyen des trois derniers exercices publiés. Pour la détermination du flux normatif, l'établissement présentateur a retenu un taux de croissance normatif de 0,5% et un niveau de marge opérationnelle de 8,9%.

Nous avons, pour notre part, extrapolé le business plan comme communiqué par la société sur deux exercices supplémentaires (horizon au 31 décembre 2020). Pour le calcul du flux normatif, nous avons retenu une marge d'EBIT de 8,5% qui correspond au niveau de marge observé depuis 2004 dans le secteur de la promotion immobilière qui reste proche de celui de l'établissement présentateur. Nous avons par ailleurs retenu un taux de croissance à l'infini du flux normatif de 1,0% qui est légèrement supérieur à celui de l'établissement présentateur (0,5%).

4.1.2.1.2 Détermination du taux d'actualisation

L'analyse des approches respectives fait apparaître les divergences suivantes quant à l'estimation du coût moyen pondéré du capital :

Calcul du CMPC

	Etablissement présentateur		Expert indépendant
Taux sans risque	1,13%	(1)	0,19%
Prime de risque du marché	9,4%	(2)	8,1%
Bêta désendetté	0,48	(3)	0,74
D/E	10%	(4)	20%
Bêta réendetté	0,51		0,84
Prime de risque spécifique	2,7%	(5)	1,6%
Coût des fonds propres	8,6%	(5)	8,5%
Coût de la dette avant impôt	3,8%	(6)	4,00%
Taux d'impôt	33,3%		34,4%
Coût de la dette après impôt	2,53%		2,62%
D/(D+E)	9%	(7)	17%
E/(D+E)	91%	(7)	83%
Coût moyen pondéré du capital	8,1%		7,5%

(1) Taux OAT 10 ans - moyenne 3 ans (Agence France Trésor) (5) Ibbotson

(2) Prime de risque du marché action - 28 septembre 2016 (Factset) (6) Formule du MEDAF

(3) Bêta désendetté - promotion immobilière Damodaran

(7) Calcul d'après gearing $1-D/(D+E)=E/(D+E)$

(4) Gearing société (rapport dette nette au 31/12/2015 et la valeur des fonds propres induite de l'Offre)

Sources de l'établissement présentateur, nos sources étant précisées dans la partie 3.3.1.4 du présent rapport

Les écarts observés proviennent des sources de marché utilisées qui sont indiquées dans ce tableau notamment concernant le taux sans risque, le calcul du coefficient bêta, la prime de risque de marché et le prime de risque spécifique (prime de taille).

Le taux d'actualisation retenu par l'établissement présentateur (8,1%) est légèrement supérieur à celui que nous avons retenu (7,5%). Il se situe par ailleurs au même niveau que notre taux long terme (8,1%).

4.1.2.1.3 Détermination de la dette nette ajustée

L'établissement présentateur a retenu un point de départ des flux au 31 décembre 2015 et a donc retenu une dette financière nette de 56,4m€ à laquelle il a ajouté les éléments suivants : la valeur comptable des actifs hors exploitation (immeubles de placements, titres mis équivalence, autres actifs financiers, actifs liés à des actifs destinés à être cédés) pour 42,7m€, la valeur comptable des passifs financiers (dettes associés aux SCI, redressement en Espagne, passifs liés à des actifs destinés à être cédés) pour 23,0m€, la valeur comptable des provisions pour risques et charges pour 22,1m€ et les intérêts minoritaires réévalués pour 45,2m€.

Nous avons retenu, pour notre part, une dette nette « ajustée » de 97,0m€ au 30 juin 2016 sur la base du calcul détaillé dans la partie 3 du présent rapport.

L'écart observé provient essentiellement de la différence de la date de référence d'une part, et de la valorisation des intérêts minoritaires d'autre part.

4.1.2.1.4 Conclusion sur la méthode des flux de trésorerie actualisés

La valeur centrale extériorisée par l'établissement présentateur ressort à 27,5€ et se situe en deçà de notre valeur (31,4€). Cet écart résulte des différents points évoqués ci-avant dont le calcul du coût moyen pondéré et du taux de croissance à l'infini.

4.1.2.2 Méthode des comparables boursiers

4.1.2.2.1 Choix de l'échantillon

L'échantillon retenu par l'établissement présentateur est composé de trois sociétés (Kaufman & Broad, Nexity, AST Groupe) qui sont positionnées sur un marché proche de celui de LNC.

Nous considérons ces trois sociétés, qui font aussi partie de notre échantillon, comme des comparables. Nous avons également retenu les sociétés Capelli et Isaria Wohnbau que nous considérons comme comparables.

4.1.2.2.2 Choix des multiples et méthodologie

Les ratios moyens retenus par l'établissement présentateur sont :

- la valeur d'entreprise divisée par le chiffre d'affaires (VE/CA),
- la valeur d'entreprise divisée par le résultat opérationnel (VE/ROP), assimilable à l'EBIT.

Nous considérons pour notre part et pour les raisons expliquées préalablement dans notre approche, que les multiples de chiffre d'affaires corrigés, d'EBITDA et d'EBIT sont pertinents.

Les ratios moyens retenus par l'établissement présentateur ont été appliqués aux agrégats financiers de LNC prévisionnels au 31/12/2016, 31/12/2017 et 31/12/2018.

Pour notre part, nous avons appliqué la médiane des multiples (EBITDA et EBIT) et le multiple corrigé (chiffre d'affaires) résultant de notre échantillon aux mêmes agrégats financiers prévisionnels afin d'exclure de notre échantillon les valeurs extrêmes.

Nous considérons que ces deux approches sont cohérentes.

L'établissement présentateur a retenu un niveau de décote de taille de 7% alors que nous n'avons pour notre part pas estimé pertinent de retenir de décote de taille au regard de notre échantillon de comparables.

L'établissement présentateur a utilisé la dette nette estimée au 31/12/2016, 31/12/2017 et 31/12/2018 pour valoriser LNC par la méthode des comparables. Nous avons, pour notre part, retenu la dette nette ajustée au 30/06/2016 telle que présentée dans la partie 3 de notre rapport.

4.1.2.2.3 *Conclusion sur la méthode des comparables*

La valeur de l'action LNC obtenue par l'établissement présentateur en appliquant la méthode des comparables boursiers est comprise entre 18,2€ (multiple de chiffre d'affaires) et 31,2€ (multiple d'EBIT).

Nous obtenons, pour notre part, une valeur de l'action LNC par la méthode des comparables boursiers de 35,2€ correspondant à la valeur moyenne extériorisée par l'application des multiples de chiffre d'affaires corrigés, d'EBITDA et d'EBIT.

L'écart observé provient essentiellement des multiples retenus qui proviennent d'échantillons différents, des multiples retenus (chiffre d'affaires et EBIT pour l'établissement présentateur contre chiffre d'affaires corrigé, EBITDA et EBITDA pour nous-même), l'application par nous-même d'un multiple de chiffre d'affaires corrigé augmentant la valeur obtenue par le multiple de chiffre d'affaires.

4.1.2.3 Méthode de l'Actif Net Comptable

L'établissement présentateur a retenu cette méthode. Nous considérons comme expliqué en partie 3.2.1 qu'elle n'est pas pertinente dans une optique de continuité d'exploitation.

La valeur de l'action LNC obtenue par l'établissement présentateur en appliquant la méthode de l'actif net comptable ressort à 18,6€ par action.

4.1.2.4 Référence au cours de bourse

L'établissement présentateur a retenu le critère du cours de bourse.

Le tableau de synthèse des valorisations effectué par l'établissement présentateur reprend le cours de clôture au 28 septembre et les cours moyens pondérés par les volumes sur 20 jours, 60 jours, 6 mois et 1 an avant l'annonce de l'opération au 29 septembre 2016.

Nous avons retenu, pour notre part, le cours moyen pondéré par les volumes sur 1 mois et 3 mois avant l'annonce de l'opération au 29 septembre 2016.

Nous n'avons pas de divergence d'appréciation sur les calculs effectués.

5 Conclusion sur le caractère équitable du prix offert

Le tableau ci-dessous présente l'ensemble des résultats obtenus par nous-mêmes et l'établissement présentateur et fait ressortir les primes et décotes suivantes par rapport aux valeurs résultant des méthodes d'évaluation que nous avons jugées pertinentes :

en €/action	Etablissement présentateur Valeur centrale	Expert Indépendant Valeur centrale	Primes offertes par rapport au prix de l'Offre de 35€
Méthodes principales :			
Méthode des flux de trésorerie actualisés	27,5 €	31,4 €	11,5%
Méthode des comparables boursiers	na	35,2 €	-0,7%
Borne basse - VE/CA	18,2 €	na	na
Borne haute - VE/EBIT	31,2 €	na	na
Cours spot (au 28 septembre 2016)	28,9 €	28,9 €	21,1%
CMPV* 20 jours	27,7 €	na	na
CMPV* 1 mois	na	27,7 €	26,2%
CMPV* 60 jours	27,4 €	na	na
CMPV* 3 mois	na	27,3 €	28,1%
CMPV* 6 mois	25,0 €	25,0 €	39,8%
CMPV* 9 mois	na	22,6 €	54,7%
CMPV* 12 mois	21,3 €	21,3 €	64,0%
Méthode secondaire :			
Méthode des transactions comparables	na	30,9 €	13,4%
Méthode non retenue :			
Référence à l'actif net comptable	18,6 €	na	na

na : non applicable

*CMPV : Cours Moyen Pondéré par les Volumes

Il est rappelé que des engagements de non-apports ont été pris par Premier Associés, SC Magellan, la famille Mitterrand et des membres du Directoire (Messieurs Fabrice Desrez, Ronan Arzel et Paul-Antoine Lecocq) portant sur les actions LNC qu'ils détiennent. Ces engagements portent respectivement sur 2.200.000, 250.515, 17.754 et 133.854 actions.

L'Offre est volontaire pour l'Initiateur et a pour objectif d'augmenter sa participation dans le capital de LNC et d'anticiper la réduction de ses droits financiers sur les actions LNC détenues par Premier Associés dans le cadre du plan d'investissement à destination des Managers. Il est rappelé que ce plan d'investissement n'a pas d'effet sur la valeur de l'action LNC.

L'Offre est facultative pour l'actionnaire minoritaire et ne vise ni le retrait obligatoire ni la radiation des actions du marché réglementé d'Euronext Paris. Elle permet aux actionnaires de LNC qui le souhaitent d'apporter tout ou partie de leurs actions à l'Offre tout en laissant la possibilité à ceux qui le souhaitent de rester au capital. Ceux qui n'apporteront pas leurs titres à l'Offre resteront actionnaires d'une société dont la stratégie restera inchangée à l'issue de l'Offre.

Le prix proposé de 35€ par action LNC apportée dans le cadre de la présente offre :

- présente une prime de 11,5% sur la méthode des flux de trésorerie actualisés ;
- présente une décote de 0,7% sur la valeur obtenue par l'application de multiples observés sur des sociétés comparables ;
- présente sur la méthode du cours de bourse des primes comprises entre 21,1% (cours de clôture au 28 septembre 2016) et 64,0% (moyenne 1 an), les primes ressortant des moyennes de cours que nous considérons comme les plus représentatives du cours de bourse étant comprises entre 26,2% (moyenne 1 mois) et 28,1% (moyenne 3 mois) ;
- présente une prime de 13,4% sur la valeur ressortant de la méthode des multiples observés lors de transactions comparables (méthode retenue à titre secondaire).

L'Offre constitue pour les actionnaires de la société une possibilité de monétiser leur participation à un prix présentant une prime sur le cours de bourse et sur la valeur intrinsèque de la société.

Sur la base de l'ensemble de ces éléments d'appréciation, notre opinion est que les termes de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée, offre facultative pour l'actionnaire minoritaire et proposant un prix de 35€ par action LNC apportée, sont équitables, du point de vue financier, pour les actionnaires minoritaires de la société LNC.

Fait à Paris, le 13 octobre 2016

L'expert indépendant

HAF Audit & Conseil
Membre de Crowe Horwath International



Olivier Grivillers

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

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du Règlement général AMF, les « Autres informations » relatives aux caractéristiques notamment juridiques, financières et comptables de la Société seront déposées par la Société auprès de l'AMF et mise à la disposition du public selon les modalités fixées au 3° de l'article 231-27 du Règlement général AMF, dans un document séparé, au plus tard la veille du jour de l'ouverture de l'Offre.

10. PERSONNES ASSUMANT LA RESPONSABILITE DE LA NOTE EN REPONSE

« A ma connaissance, les informations contenues dans le présent projet de note en réponse sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Monsieur Moïse Mitterrand
Président du Directoire