

Compagnie d'Entreprises CFE SA

**Augmentation de capital au
13 novembre 2013 par apport en nature**

Rapport du commissaire

	Page
Table des matières	
1. Introduction	3
2. Identification de l'opération projetée	4
3. Description de l'apport en nature	6
4. Description des éléments constituant l'apport et des modes d'évaluation adoptés	7
4.1. Méthode des multiples de marché	8
4.2. Détail de la valorisation effectuée par Compagnie d'Entreprises CFE SA	10
4.3. Valorisation externe	12
4.4. Commentaires sur la valeur conventionnelle retenue pour l'apport en nature	13
5. Rémunération attribuée en contrepartie	14
6. Contrôles effectués	15
7. Événements subséquents à l'évaluation	16
8. Conclusion	17

1. Introduction

En application de l'article 602 du Code des Sociétés, nous avons l'honneur de vous faire rapport sur la proposition d'augmentation de capital de Compagnie d'Entreprises CFE SA (« la société ») à concurrence de 550 millions d'euros par apport en nature en date du 13 novembre 2013. Cet apport en nature sera effectué par Ackermans & van Haaren NV.

Le texte de l'article 602 est le suivant:

"Au cas où l'augmentation de capital comporte des apports en nature, un rapport est préalablement établi, soit par le commissaire, soit, pour les sociétés qui n'en ont pas, par un réviseur d'entreprises désigné par le conseil d'administration.

Ce rapport porte notamment sur la description de chaque apport en nature et sur les modes d'évaluation adoptés. Il indique si les estimations auxquelles conduisent ces modes d'évaluation correspondent au moins au nombre et à la valeur nominale ou, à défaut de valeur nominale, au pair comptable et, le cas échéant, à la prime d'émission des actions à émettre en contrepartie. Le rapport indique quelle est la rémunération effectivement attribuée en contrepartie des apports.

(...)"

Le but de notre rapport est donc d'informer les actionnaires de la société sur l'application des méthodes utilisées par les administrateurs lors de la détermination de la valeur de l'apport et de déterminer si, dans les circonstances données, ces méthodes sont justifiées par les principes de l'économie d'entreprise. Nous n'avons donc pas fait d'estimation de la valeur de l'apport ni de la rémunération attribuée, et ne nous prononçons pas sur le caractère légitime et équitable de l'opération.

Le présent rapport a été préparé à l'usage exclusif des actionnaires de la société dans le cadre de l'augmentation de capital susmentionnée et ne peut être utilisé à d'autres fins.

2. Identification de l'opération projetée

La société anonyme Compagnie d'Entreprises CFE SA a été constituée suivant acte le 21 juin 1880, publié à l'annexe du Moniteur Belge du 27 juin 1880.

La société a établi son siège social à Auderghem, avenue Herrmann-Debroux 40-42. Le numéro d'entreprise de la société est le 0400.464.795.

Le capital social s'élève à 21.374.971,43 EUR, représenté par 13.092.260 actions sans désignation de valeur nominale, dont 6.185.480 nominatives, 6.866.500 dématérialisées et 40.280 au porteur (à dématérialiser).

Selon les déclarations reçues par la société, les actionnaires sont les suivants:

Actionnaires	Nombre d'actions
VINCI CONSTRUCTION SAS	6.132.880
5, cours Ferdinand-de-Lessep	
F-92851 Rueil-Malmaison Cedex (France)	
Public	6.959.380
Total	13.092.260

Le conseil d'administration propose à l'assemblée générale extraordinaire qui se tiendra le 13 novembre 2013 : « d'augmenter le capital social à concurrence de EUR. 19.954.510,99 pour le porter de EUR. 21.374.971,43 à EUR. 41.329.482,42 par apport en nature par la société anonyme Ackermans & van Haaren, dont le siège social est établi Begijnenvest 113 à 2000 Antwerpen et dont le numéro d'entreprise est le 0404.616.494 (« AvH »), de 2.256.450 actions nominatives de la société anonyme Dredging, Environmental & Marine Engineering NV, dont le siège social est établi Scheldeidijk 30 à 2070 Zwijndrecht, Belgique et dont le numéro d'entreprise est le 0400.473.705 (« DEME »), en contrepartie de l'émission de 12.222.222 nouvelles actions de la société sans désignation de valeur nominale à souscrire au prix de souscription de EUR. 45 par action, étant précisé que :

1°) la différence entre le prix total de souscription (EUR. 550.000.000) et le montant de l'augmentation de capital (cette différence étant égale à EUR. 530.045.489,01) sera comptabilisée au poste « prime d'émission » qui, comme le capital social, constitue la garantie des tiers et ne peut être diminué qu'en exécution d'une décision régulière de l'assemblée générale, adoptée conformément aux dispositions du Code des sociétés qui sont d'application aux modifications statutaires.

2°) les actions nouvelles bénéficieront des mêmes droits et seront soumises aux mêmes obligations que les actions existantes ; elles donneront droit à tout dividende se rapportant à l'exercice comptable 2013 et aux exercices suivants ; elles seront émises sous forme d'actions nominatives. »

3°) l'augmentation de capital ci-dessus visée est soumise aux conditions suspensives suivantes :

(i) l'approbation par la Commission Européenne, sur la base du Règlement n° 139/2004 du 20 janvier 2004 et, le cas échéant, par toute autre autorité, compétente en vertu de toute autre réglementation applicable, sans l'approbation de laquelle l'augmentation de capital visée ci-dessus ne pourrait pas être valablement réalisée, de l'acquisition du contrôle de CFE par AvH, appelée à résulter de la réalisation de l'augmentation de capital visée ci-dessus et de la cession à AvH par la société Vinci Constructions S.A.S, dont le siège social est établi à F-92851 Rueil-Malmaison, 5 Cours Ferdinand-de-Lessep, de 3.066.440 actions CFE, suivies de l'offre publique d'acquisition obligatoire telle qu'annoncée dans le communiqué de Vinci SA et d'AvH du 19 septembre 2013 (ci-après les « Approbations »).

(ii) l'absence d'un repli de l'indice Bel20, à la date du jour précédent celui de la réalisation effective de l'augmentation de capital de 25% ou plus par rapport à son niveau de clôture au 19 septembre 2013 (soit 2841,30 points), l'absence d'un tel repli s'appréciant sur la base du niveau de clôture à ladite date.

Etant précisé : (1°) qu'en cas de réalisation de la condition suspensive visée au (i) ci-dessus, l'augmentation de capital sera réalisée à une date à convenir entre la Société, AvH et Vinci SA (mais au plus tard dans les cinq jours ouvrables de la confirmation, conforme au (i) ci-dessus, des Approbations), pour autant qu'à la date visée au point (ii) ci-dessus, la condition suspensive visée à ce même point (ii) soit également réalisée et (2°) que si toutes et chacune des conditions suspensives visées aux points (i) et (ii) ci-dessus n'ont pas été accomplies (sans qu'AvH ait renoncé à la condition visée au (ii) ci-dessus) de telle sorte que l'augmentation de capital n'a pas été réalisée le 30 mars 2014 au plus tard, la présente décision sera caduque de plein droit et ne sortira aucun effet ».

»

L'acte notarié sera établi par Maître Indekeu, notaire à Bruxelles.

3. Description de l'apport en nature

L'apport en nature fait partie d'une transaction globale par laquelle Ackermans & van Haaren NV vise à prendre le contrôle de Compagnie d'Entreprises CFE SA et de D.E.M.E. NV. Dans une première étape, Ackermans & van Haaren NV apportera à Compagnie d'Entreprises CFE SA sa participation dans D.E.M.E. NV; dans une seconde étape, l'actuel actionnaire de référence, le groupe Vinci, vendra la moitié de sa participation dans Compagnie d'Entreprises CFE SA à Ackermans & van Haaren NV. Finalement, une offre publique d'acquisition sera lancée auprès du public par Ackermans & van Haaren NV.

L'apport en nature consiste en l'apport des actions de la société DREDGING, ENVIRONMENTAL AND MARINE ENGINEERING NV (D.E.M.E. NV), dont le siège social est établi à Zwijndrecht, Scheldestraat 30 et dont le numéro d'entreprise est 0400.473.705, actuellement détenues par l'apporteur, Ackermans & van Haaren NV.

Le capital de la société D.E.M.E. NV est représenté par 4.538.100 actions, dont 2.256.450 actions (49,72%) sont détenues par l'apporteur, 2.256.450 actions (49,72%) par la Compagnie d'Entreprises CFE SA et 25.200 actions (0,56%) par la société DREDGING INTERNATIONAL NV, filiale à 100% de D.E.M.E. NV. Toutes les actions émises par D.E.M.E. NV jouissent des mêmes droits et sont tenues aux mêmes obligations. D.E.M.E. NV est actuellement contrôlée conjointement par Compagnie d'Entreprises CFE SA et Ackermans & van Haaren NV.

Les 2.256.450 actions apportées sont nominatives et sans désignation de valeur nominale et inscrites au registre des actionnaires sous les numéros 1.600.001 à 1.793.200, 2.020.901 à 3.120.000, 3.509.601 à 4.450.450 et 4.489.601 à 4.512.900. Les actions seront apportées avec tous les droits y attachés, y compris le droit à tout dividende se rapportant à l'exercice comptable 2013 et aux exercices suivants.

Les actions apportées sont libres de toute sûreté réelle ou personnelle. Dans le cadre du pacte d'actionnaires actuellement en vigueur entre Compagnie d'Entreprises CFE SA et Ackermans & van Haaren NV relatif à la gestion de la société D.E.M.E. NV dont ils sont les actionnaires à parts égales, Compagnie d'Entreprises CFE SA dispose d'un droit de préemption et d'un droit de suite sur les actions de D.E.M.E. NV actuellement détenues par Ackermans & van Haaren NV. Ces droits sont sans objet dans le cadre de l'apport en nature.

4. Description des éléments constituant l'apport et des modes d'évaluation adoptés

L'apport en nature consiste exclusivement en la participation actuellement détenue par Ackermans & van Haaren NV dans la société D.E.M.E. NV. Etant donné qu'une partie des actions de D.E.M.E. NV est actuellement détenue par une de ses filiales, l'actionnariat de la société à la date de l'apport en nature est composé à parts égales de Ackermans & van Haaren NV d'une part, et de Compagnie d'Entreprises CFE SA d'autre part.

Suite à la réalisation de l'apport en nature, Compagnie d'Entreprises CFE SA détiendra directement ou indirectement l'ensemble des actions de D.E.M.E. NV.

La valeur d'apport retenue par le conseil d'administration de Compagnie d'Entreprises CFE SA a été fixée de manière conventionnelle à 550 millions d'euros.

Il y a plusieurs méthodes pour évaluer une société non cotée. La qualité d'une analyse de valeur dépend en particulier des hypothèses retenues et de l'utilisation de plusieurs méthodes afin de les recouper, ainsi que de l'interprétation des résultats des différentes méthodes. Les méthodes de valorisation communément utilisées sont les suivantes:

- Actualisation des flux de trésorerie
- Multiples de marché dérivés de sociétés cotées comparables
- Multiples de transactions dérivés de transactions entre sociétés comparables
- Actif net corrigé

Comme repris dans le projet de rapport spécial du conseil d'administration à l'assemblée générale extraordinaire du 13 novembre 2013:

« La Société a déterminé la valeur de l'Apport en utilisant la méthode des multiples de marché appliquée à l'EBITDA (Earnings before interest, taxes, depreciation, amortization) et basée sur les plans d'activité 2013 et 2014. (...) Suivant cette approche la valorisation de l'Apport s'élève à 695.500.000 euros. (...) »

Le conseil d'administration a également valorisé l'Apport en Nature en se basant sur la méthode des flux de trésorerie actualisés appliquée au plan d'activité précité pour les exercices 2013 et 2014, sur les plans d'investissement de la société, et les projections à long terme sous tendues par les perspectives macroéconomiques du secteur. (...) Cette méthode des cash flows actualisés a conduit à une valorisation de 840 millions d'euros.

Le conseil d'administration a retenu la valorisation la plus basse soit 695.500.000 euros. »

La société Compagnie d'Entreprises CFE SA a donc utilisé deux méthodes pour valoriser l'apport en nature. D'une part, la société a déterminé la valeur de l'apport, ainsi que la valeur de ses actions existantes, sur la base de la méthode des multiples de marché appliquée à l'EBITDA; sur base de cette méthode, la valeur de l'apport s'établit à 696 millions d'euros. D'autre part, la société a valorisé l'apport en nature sur base de la méthode des flux de trésorerie actualisés, sur base d'une analyse de la banque ING; cette valeur s'établit à 840 millions d'euros. Par prudence, la valeur la plus faible a été retenue, dérivée de la méthode des multiples de marché appliquée à l'EBITDA. Cette méthode est décrite dans la suite de ce rapport.

Dans la suite de ce rapport, bien que les termes 'entité' ou 'société' soient utilisés, la valorisation est basée sur les chiffres consolidés du groupe composé de Compagnie d'Entreprises CFE SA et ses filiales, filiales conjointes et sociétés associées d'une part, et du groupe composé de D.E.M.E. NV et ses filiales, filiales conjointes et sociétés associées d'autre part.

4.1. Méthode des multiples de marché

La méthode des multiples de marché, basée sur des comparaisons avec des entreprises comparables du secteur, calcule la valeur d'une activité (« entreprise value ») comme étant un multiple d'un élément des états financiers ou des budgets prévisionnels, en l'occurrence, l'EBITDA. Cet indicateur est fréquemment utilisé par les analystes financiers et les autres utilisateurs des états financiers afin d'appréhender les flux de trésorerie opérationnels générés par l'entreprise. La méthode des multiples de marché basée sur l'EBITDA permet d'appréhender la profitabilité de l'entreprise comparée à ses pairs, sans tenir compte de sa structure financière ni de sa politique d'investissement ou d'amortissement.

Afin de déterminer la valeur d'une société (« equity value »), on déduit ensuite de l'« entreprise value » la dette financière nette de la société.

Le projet de rapport spécial du conseil d'administration à l'assemblée générale extraordinaire du 13 novembre 2013 décrit la méthode d'évaluation de l'apport (valorisation de 50% de D.E.M.E. NV) et de la rémunération donnée en contrepartie (valorisation de Compagnie d'Entreprises CFE SA) comme suit:

« 8. *La Société a déterminé la valeur de l'Apport en utilisant la méthode des multiples de marché appliquée à l'EBITDA (Earnings before interest, taxes, depreciation, amortization) et basée sur les plans d'activité 2013 et 2014. Cette méthode est de pratique courante pour évaluer les entreprises actives dans ce secteur d'activité.*

La valorisation retenue par le conseil d'administration est le résultat d'une moyenne entre la valorisation basée sur l'EBITDA des exercices 2013 et 2014 (la marge d'EBITDA se rapportant à ces deux exercices étant en ligne avec les performances réalisées au cours des exercices 2010, 2011 et 2012) auquel un multiple de 5 a été appliqué, diminué de la moyenne de la dette financière estimée pour DEME à la fin de ces exercices. Suivant cette approche la valorisation de l'Apport s'élève à 695.500.000 euros. Les valorisations basées sur des multiples plus élevés n'ont pas été prises en considération.

Le conseil d'administration a également valorisé l'Apport en Nature en se basant sur la méthode des flux de trésorerie actualisés appliquée au plan d'activité précité pour les exercices 2013 et 2014, sur les plans d'investissement de la société, et les projections à long terme sous tendues par les perspectives macroéconomiques du secteur. Le coût du capital moyen pondéré (WACC) est de 8,9 %. Cette méthode des cash flows actualisés a conduit à une valorisation de 840 millions d'euros.

Le conseil d'administration a retenu la valorisation la plus basse soit 695.500.000 euros.

(...)

10. *Suivant la même méthode des multiples, mais en tenant compte de la spécificité de ses métiers, la Société a procédé à l'évaluation de ses activités hors DEME. La valeur du portefeuille immobilier a été déterminée sur base de la valeur de l'actif net (stock de projets net des dettes financières) augmenté d'un rendement conforme à la pratique de marché et aux performances attendues par la Société pour cette activité dans son plan d'activité (sur la base d'un IRR post-tax de 10%). Ceci conduit à une valeur de 36 millions d'euros.*

Cette valorisation des activités, basée simultanément sur une moyenne de multiples en usage pour les activités de « contracting » et du « holding » associé (c'est-à-dire 3 pour 2013 et 2,15 pour 2014) et la moyenne des valorisations en résultant pour les exercices 2013 et 2014, ainsi que sur une valorisation spécifique du portefeuille immobilier tel que visé ci-dessus, donne un montant de 45 millions d'euros.

La combinaison de la valorisation de l'Apport en Nature et de celle des propres activités de CFE a ainsi permis au conseil d'administration de définir le rapport d'échange de :

- Valeur de l'apport DEME : 695.500.000 euros
- Valeur de l'activité CFE y compris DEME : 740.500.000 euros
- Total : 1.436.000.000 euros

soit 12.296.647 actions nouvelles pour 13.092.260 actions existantes

Sur base des valorisations retenues par le conseil d'administration, la rémunération en actions nouvelles déterminée de manière conventionnelle entre AvH et Vinci dans le cadre de leur accord annoncé publiquement, soit 12.222.222 actions nouvelles pour 13.092.260 actions existantes, est légèrement plus favorable pour les actions existantes que la rémunération en actions nouvelles qui résulterait de la valorisation retenue par le conseil d'administration, laquelle se traduirait par la création de 12.296.647 actions nouvelles pour 13.092.260 actions existantes. »

4.2. Détail de la valorisation effectuée par Compagnie d'Entreprises CFE SA

La méthode étant basée sur des multiples (représentant les comparatifs du secteur), sur l'EBITDA prévisionnel consolidé (représentant la performance respective de D.E.M.E. NV et ses filiales, ou de Compagnie d'Entreprises CFE SA et ses filiales), et sur la dette financière nette de l'entité valorisée (respectivement D.E.M.E. NV et ses filiales et Compagnie d'Entreprises CFE SA et ses filiales), la valorisation a été effectuée de la manière suivante:

Multiples

- La société a utilisé les rapports d'analystes émis par les banques internationales ABN Amro d'une part, et ING d'autre part, respectivement en date du 8 Août 2013 et du 27 Août 2013. Etant donné les visions différentes des deux rapports, une vision prudente a été retenue par Compagnie d'Entreprises CFE SA. La valeur retenue correspond à la valeur basée sur les multiples ING pour l'activité de D.E.M.E. NV, et à la valeur basée sur des moyennes des multiples proposés par les deux banques pour les autres activités de Compagnie d'Entreprises CFE SA.
- L'analyse est basée sur une valorisation de Compagnie d'Entreprises CFE SA comme étant composée d'une part, de 50% de D.E.M.E. NV, et d'autre part, de ses autres activités. Cette approche est similaire à l'approche retenue par ABN Amro et ING.
- La valeur attribuée à l'apport par Ackermans & van Haaren NV de 50% de D.E.M.E. NV est similaire à la valeur reprise dans la valorisation de Compagnie d'Entreprises CFE SA.

EBITDA

- La direction de Compagnie d'Entreprises CFE SA réalise périodiquement une revue de ses budgets prévisionnels consolidés, entité par entité. Cette revue englobe le groupe D.E.M.E. NV, dont elle détient 50% en partenariat avec Ackermans & van Haaren NV.
- La direction de Compagnie d'Entreprises CFE SA a utilisé les derniers budgets disponibles, établis début septembre 2013, pour l'exercice 2013 et pour l'exercice 2014. Les budgets de D.E.M.E. NV ont été approuvés par son conseil d'administration en date du 19 et 21 août 2013. Les budgets de Compagnie d'Entreprises CFE SA seront approuvés par son conseil d'administration courant octobre, mais sont déjà approuvés par l'administrateur délégué.
- Compagnie d'Entreprises CFE SA est active dans le développement immobilier. Pour ce pôle, la méthode des multiples n'a pas été considérée comme appropriée¹, et en conséquence, l'EBITDA de ce pôle est exclu du calcul de l'« entreprise value ». La valeur de cette activité (« equity value ») a été déterminée sur base du stock de projets, voir ci-dessous.

Entreprise value

- L'« entreprise value » a été déterminée séparément pour l'exercice 2013 et pour l'exercice 2014, pour D.E.M.E. NV d'une part, et pour les autres activités de Compagnie d'Entreprises CFE SA d'autre part (hors activités de développement immobilier).
- Tout d'abord, Compagnie d'Entreprises CFE SA a calculé l'« entreprise value » en multipliant l'EBITDA par le multiple retenu par chaque banque internationale dans son rapport. Ensuite, une moyenne des valeurs (séparément par année et par activité) a été calculée.
- Comme indiqué ci-dessus, l'« entreprise value » retenue pour D.E.M.E. NV est basée sur les multiples de la banque ING, tandis que l'« entreprise value » retenue pour les autres activités de Compagnie d'Entreprises CFE SA est basée sur les moyennes calculées entre les multiples ING et les multiples ABN Amro.

¹ Il faut également noter l'absence de multiples spécifiques pour cette activité dans les rapports d'analystes utilisés

Dette financière nette

- De manière cohérente avec l'EBITDA, les dernières prévisions, établies début septembre 2013, ont été utilisées pour déterminer la dette financière nette à fin décembre 2013 et à fin décembre 2014.
- Ces montants sont déduits de l' « entreprise value » afin de déterminer la valeur de Compagnie d'Entreprises CFE SA et de D.E.M.E. NV respectivement, pour l'exercice 2013 et pour l'exercice 2014.
- D.E.M.E. NV n'ayant pas réalisé de prévisions de sa dette financière à fin 2014, ce montant a été estimé en fonction du flux de trésorerie attendu, corrigé d'une estimation prudente des investissements attendus, tant relatifs à la maintenance de la flotte de bateaux, que d'autres activités (par exemple concessions éoliennes) de D.E.M.E. NV. Cette vision est donc relativement prudente ou pessimiste, par rapport aux estimations réalisées dans le cadre du processus de budget de D.E.M.E. NV.
- Pour les autres activités de Compagnie d'entreprise CFE SA, une vision plus optimiste que l'analyse réalisée en août dans les rapports des banques citées ci-dessus a été retenue:
 - La dette financière du pôle de développement immobilier a été exclue du calcul de la dette financière nette, principalement car la dette de cette activité est considérée comme du besoin en fonds de roulement (financement des stocks, et non financement d'actifs immobilisés).
 - Les créances financières à long terme sur un projet en Partenariat Public Privé ont été considérées en déduction de la dette financière nette liée. Ceci est justifié par la structuration du financement du projet, la dette financière étant remboursée via les paiements échelonnés du client.
- Cette approche a été retenue par la direction de Compagnie d'entreprise CFE SA afin de tester dans quelle mesure le nombre d'actions à émettre en rémunération de l'apport en nature ne risquait pas d'être surévalué et la valeur de l'apport n'était pas surévaluée et défavorable aux actionnaires existants.

Equity value

- Pour les activités de développement immobilier, exclues tant du calcul de l' « entreprise value » que du calcul de la dette financière nette, Compagnie d'Entreprises CFE SA a déterminé une valeur sur base de la valeur de l'actif net (stock de projets net des dettes financières) augmenté du rendement net estimé sur les projets qui seront réalisés à court terme, respectivement en 2013 et 2014.
- Le calcul final de la valeur de Compagnie d'Entreprises CFE SA et de D.E.M.E. NV respectivement a ensuite fait l'objet d'une moyenne entre les valeurs déterminées pour l'exercice 2013 et pour l'exercice 2014.
- Ces valeurs s'établissent comme suit:

(millions d'euros)	Valorisation
D.E.M.E. NV à 50%	695,5
Autres activités de CFE	45
Compagnie d'entreprises CFE avant apport	740,5
Apport en nature - D.E.M.E. NV à 50%	695,5
Compagnie d'entreprises CFE après apport	1.436

4.3. Valorisation externe

La Compagnie d'Entreprises CFE SA a fait appel à ING, une banque internationale, afin de délivrer une attestation d'équité ("fairness opinion") relative à l'augmentation de capital par apport en nature, envisagée en tant que telle et dans le contexte de l'opération dans son ensemble. Ce travail a, entre autres, nécessité la réalisation d'une évaluation de l'apport en nature et de la société avant apport.

La valorisation de l'apport en nature a été réalisée selon plusieurs méthodes afin de pouvoir en recouper les résultats: rapports d'analystes, multiples de marché, multiples dérivés de transactions récentes, et flux de trésorerie actualisés. La valeur finale retenue par ING résulte d'une moyenne de ces différentes méthodes, à laquelle est appliquée une prime d'illiquidité de 15%; le milieu de la fourchette de valorisation finale est supérieur à la valeur utilisée par la Compagnie d'Entreprises CFE SA (696 millions d'euros), et donc à la valeur conventionnelle retenue pour l'apport en nature (550 millions d'euros).

La conclusion du rapport d'ING est la suivante:

« *"On September 19, 2013 ("the Announcement Date"), Ackermans & van Haaren N.V. ("AvH") and VINCI S.A. incorporated under the laws of France ("VINCI") reached an agreement on and announced their intention to undertake the following operations:*

- (i) Contribution in kind by AvH of its 50%-stake in Dredging Environment & Marine Engineering N.V. ("DEME") to Compagnie d'Entreprises CFE S.A. ("CFE"), in consideration for 12,222,222 newly issued CFE shares at a price of €45 per share (such contribution in kind being hereinafter referred to as "the Transaction");*
- (ii) Acquisition by AvH of 3,066,440 CFE shares from VINCI at a price of €45 per share ("the Acquisition");*
- (iii) Subsequent mandatory public takeover bid to be launched by AvH on all CFE shares that AvH does not own, at a price of €45 per share ("the Public Bid").*

The Transaction, the Acquisition and the Public Bid are hereinafter jointly referred to as "the Envisaged Operation".

In this context, you, the Board of Directors of CFE ("you"), have asked us, the Corporate Finance Division of ING Belgium S.A./N.V., pursuant to an engagement ("the Engagement") set out in an agreement ("the Engagement Letter") dated October 2, 2013, to give you our opinion ("the Opinion") exclusively from a financial point of view to CFE and its minority shareholders (excluding VINCI) with respect to the fairness of the Transaction as at the date of the Opinion. Although this Opinion relates to the Transaction solely, it is understood that the Transaction is a part of the Envisaged Operation and can only take place within the framework of such Envisaged Operation. Accordingly, ING has taken into consideration the Envisaged Operation with a view to rendering the Opinion pertaining to the Transaction.

For the avoidance of doubt, the Opinion does not express any views as to:

- (i) The terms and conditions of the Acquisition, to which CFE is not a party;*
 - (ii) The terms and conditions of the Public Bid, which shall be assessed, as the case may be, in compliance with articles 26 to 29 of the Royal Decree of April 27, 2007 on public takeover bids.*
- (...)*

Based upon and subject to the foregoing, it is our opinion that, as at the date of the Opinion, the Transaction, as such as well as proposed within the framework of the Envisaged Operation (as the latter is described in any publicly available information), is fair, from a financial point of view, for CFE and for its minority shareholders (excluding VINCI). " »

4.4. Commentaires sur la valeur conventionnelle retenue pour l'apport en nature

La valeur de 550 millions d'euros retenue pour l'apport en nature des actions détenues actuellement par Ackermans & van Haaren NV dans la société D.E.M.E. NV n'apparaît pas surévaluée par rapport à la valorisation effectuée par la Compagnie d'Entreprises CFE SA ou par la banque ING.

Cette valeur conventionnelle est cohérente avec la capitalisation boursière de Compagnie d'entreprise CFE SA (avant l'annonce de l'apport en nature), soit environ 565 millions d'euros².

L'utilisation des multiples les plus faibles afin de valoriser l'apport en nature ressort d'une vision prudente de la Compagnie d'Entreprises CFE SA. Ceci est conforté par les analyses effectuées par les experts auxquels nous avons fait appel dans le cadre de notre mission, dont ressortent des multiples plus élevés que ceux sélectionnés par Compagnie d'Entreprise CFE SA. Cependant, la structure actuelle de la société et notamment la valeur des activités de Compagnie d'Entreprises CFE SA hors dragage sont telles que toute augmentation de la valeur de D.E.M.E. NV a un impact similaire sur la valorisation de l'apport en nature et sur la valorisation de la société Compagnie d'Entreprises CFE SA avant apport, de telle sorte que l'impact sur le nombre d'actions à émettre n'est pas significatif.

Selon la valorisation ci-dessus, la proportion entre la valeur de l'apport (696 millions d'euros) et la valeur de Compagnie d'Entreprises CFE SA après apport (1.436 millions d'euros) s'établit à 48,43%. Cette proportion correspond à la part d'Ackermans & van Haaren NV dans le capital de Compagnie d'Entreprises CFE SA après apport, si cette valorisation était utilisée pour déterminer le nombre d'actions à émettre en contrepartie de l'apport.

Selon la valeur conventionnelle retenue (550 millions d'euros), la proportion d'actions à émettre en contrepartie de l'apport³ et détenues par Ackermans & van Haaren NV après réalisation de l'apport s'établit à 48,28%.

L'apport en nature valorisé à 550 millions d'euros ne conduit donc pas à des proportions significativement différentes entre les participations qui seront détenues par Ackermans & van Haaren NV et les participations qui seront détenues par les actionnaires actuels de Compagnie d'entreprise CFE SA, après l'apport en nature mais avant la reprise des actions Vinci et avant l'offre publique d'acquisition. Une valorisation de l'apport supérieure conduirait à l'émission d'un nombre supérieur d'actions en rémunération de l'apport, de telle sorte que l'opération actuellement proposée est favorable aux actionnaires actuels de Compagnie d'entreprise CFE SA.

² Sur base du cours de clôture au 19 septembre 2013, soit 43,15 EUR par action

³ 12.222.222 actions d'une valeur de 45 EUR par action

5. Rémunération attribuée en contrepartie

En rémunération de l'apport de 550 millions d'euros décrit précédemment, il sera proposé de distribuer à Ackermans & van Haaren NV 12.222.222 nouvelles actions nominatives et sans désignation de valeur nominale jouissant des mêmes droits que les actions existantes et donnant droit à tout dividende se rapportant à l'exercice comptable 2013 et aux exercices suivants.

Pour rappel, la société Ackermans & van Haaren NV a prévu de réaliser les transactions suivantes immédiatement après la réalisation de l'apport en nature:

- Rachat de la moitié de la participation détenue par l'actionnaire de référence actuel de Compagnie d'Entreprises CFE SA, à un prix de 45 EUR par action
- Offre publique d'acquisition des actions de Compagnie d'Entreprises CFE SA, étant donné le franchissement de la limite des 30% détenus, à un prix de 45 EUR par action

Le nombre d'actions émises en contrepartie de l'apport en nature a été déterminé de manière cohérente avec les autres transactions concomitantes, valorisant chaque nouvelle action de Compagnie d'Entreprises CFE SA à 45 EUR par action.

Le nombre de nouvelles actions s'élève donc à: 550 millions d'euros / 45 EUR = 12.222.222 nouvelles actions (arrondi à l'unité).

L'augmentation de capital prévue peut donc se résumer de la façon suivante:

	Situation avant l'augmentation de capital	Augmentation de capital	Situation après l'augmentation de capital
Capital	21.374.971	19.954.511	41.329.482
Prime d'émission	62.605.944	530.045.489	592.651.433
Plus-values de réévaluation	12.394.676	0	12.394.676
Réserves	21.477.133	0	21.477.133
Bénéfice reporté	54.422.043	0	54.422.043
Fonds propres au 31 décembre 2012	172.274.767	550.000.000	722.274.767
Nombre d'actions	13.092.260	12.222.222	25.314.482
Pair comptable par action	1,63	1,63	1,63
Valeur comptable par action	13,16	45,00	28,53

6. Contrôles effectués

Notre examen a été effectué conformément aux normes de révision de l'Institut des Réviseurs d'Entreprises et a comporté les sondages et les procédures de contrôle considérés nécessaires dans les circonstances données, y compris une revue générale des procédures administratives et comptables ainsi que du système de contrôle interne de la société, que nous avons jugés suffisants pour pouvoir émettre ce rapport.

Lors de l'exercice de cette mission, nous nous sommes entre autres appuyés sur les travaux effectués sur les comptes annuels (consolidés) clôturés au 31 décembre 2012 de la société Compagnie d'Entreprises CFE SA, et sur notre rapport de commissaire, émis sans réserve.

Nous avons demandé à la société, compte tenu de l'importance relative de chaque bien apporté, de nous faire parvenir les documents et données économiques nécessaires pour nous former une opinion sur la description des éléments constituant l'apport en nature. Nous avons contrôlé les modes d'évaluation de l'apport, ainsi que ses motivations. En particulier, nous avons fait appel à des experts en évaluation des entreprises afin d'appréhender dans quelle mesure les multiples de marché utilisés dans l'évaluation étaient cohérents avec les multiples observés ou attendus pour les sociétés comparables du secteur.

7. Evénements subséquents à l'évaluation

A la date de ce rapport, il ne s'est produit depuis le 19 septembre 2013, date de la détermination de la valeur de l'apport en nature, aucun événement important qui aurait un impact significatif sur l'évaluation de l'apport en nature ou sur la rémunération attribuée.

8. Conclusion

L'apport en nature de 550 millions d'euros en augmentation de capital de la société Compagnie d'Entreprises CFE SA consiste en l'apport par Ackermans & van Haaren NV de sa participation (2.256.450 actions) dans la société D.E.M.E. NV.

L'opération a été contrôlée conformément aux normes édictées par l'Institut des Réviseurs d'Entreprises en matière d'apports en nature. Le conseil d'administration de la société est responsable de l'évaluation des biens apportés, ainsi que de la détermination du nombre d'actions ou de parts à émettre en contrepartie de l'apport en nature.

Au terme de nos travaux de contrôle, nous sommes d'avis que:

- La description de chaque apport en nature répond à des conditions normales de précision et de clarté;
- Le mode d'évaluation de l'apport en nature retenu par les parties est dans les circonstances et conditions décrites au chapitre 4 de ce rapport, justifié par les principes de l'économie d'entreprise et la valeur d'apport découlant de ce mode d'évaluation correspond mathématiquement au moins au nombre et au pair comptable et à la prime d'émission des actions à émettre en contrepartie de l'apport, de sorte que l'apport en nature n'est pas surévalué.

La rémunération de l'apport en nature consiste en 12.222.222 actions de la société Compagnie d'Entreprises CFE SA, sans désignation de valeur nominale.

Nous croyons enfin utile de rappeler que conformément aux normes édictées par l'Institut des Réviseurs d'Entreprises, notre mission ne consiste pas à nous prononcer sur le caractère légitime et équitable de l'opération, sur la valeur de l'apport ou de la compensation attribuée en contrepartie.

Diegem, le 3 octobre 2013

Le commissaire



DELOITTE Reviseurs d'Entreprises
SC s.f.d. SCRL
Représentée par Pierre-Hugues Bonnefoy