

Aannemingsmaatschappij CFE NV

**Kapitaalverhoging door inbreng
in natura per 13 november 2013**

Verslag van de commissaris

Inhoud	Blz.
1. Inleiding	3
2. Identificatie van de voorgenomen verrichting	4
3. Beschrijving van de inbreng in natura	6
4. Beschrijving van de elementen die de inbreng samenstellen en van de waarderingsmethodes	7
4.1. Multiple methode	8
4.2. Detail van de waardering uitgevoerd door Aannemingsmaatschappij CFE NV	10
4.3. Externe waardering	12
4.4. Commentaren op de weerhouden conventionele waarde voor de inbreng in natura	13
5. De als tegenprestatie toegekende vergoeding	14
6. Uitgevoerde controles	15
7. Gebeurtenissen na waarderingsdatum	16
8. Besluit	17

1. Inleiding

In toepassing van artikel 602 van het Wetboek van Vennootschappen, hebben wij de eer u verslag uit te brengen over de voorgenomen verhoging op 13 november 2013 van het kapitaal van Aannemingsmaatschappij CFE NV ten belope van 550 miljoen EUR door inbreng in natura. De inbreng in natura zal uitgevoerd worden door Ackermans & van Haaren NV.

De opdracht tot dit verslag luidt volgens vermeld artikel 602 als volgt:

“Ingeval een kapitaalverhoging een inbreng in natura omvat, maakt de commissaris of, voor vennootschappen waar die er niet is, een bedrijfsrevisor aangewezen door de raad van bestuur, vooraf een verslag op.

Dat verslag heeft inzonderheid betrekking op de beschrijving van elke inbreng in natura en op de toegepaste methoden van waardering. Het verslag moet aangeven of de waardebepalingen waartoe deze methoden leiden, ten minste overeenkomen met het aantal en de nominale waarde of, bij gebreke van een nominale waarde, de fractiewaarde en, in voorkomend geval, met het agio van de tegen de inbreng uit te geven aandelen. Het verslag vermeldt welke werkelijke vergoeding als tegenprestatie voor de inbreng wordt verstrekt.

(...)”

Het doel van ons verslag is bijgevolg om aan de aandeelhouders van de vennootschap informatie te verschaffen omtrent de toepassing van de door de bestuurders gebruikte waarderingssystemen bij het bepalen van de waarde van de inbreng en vast te stellen of, onder de gegeven omstandigheden, deze methoden bedrijfseconomisch verantwoord zijn. Wij hebben dus geen waardering gedaan van de inbreng noch van de als tegenprestatie toegekende vergoeding en spreken ons niet uit over de rechtmatigheid en billijkheid van de verrichting.

Onderhavig verslag werd opgesteld voor het gebruik van de aandeelhouders van de vennootschap in het kader van de verhoging van het kapitaal zoals hierboven beschreven en kan derhalve voor geen enkel ander doel gebruikt worden.

2. Identificatie van de voorgenomen verrichting

De naamloze vennootschap Aannemingsmaatschappij CFE NV werd opgericht op 21 juni 1880, zoals gepubliceerd in het Belgisch Staatsblad op 27 juni 1880.

De vennootschap heeft haar maatschappelijke zetel te Oudergem, Herrmann-Debrouxlaan 40-42. Het ondernemingsnummer van de vennootschap is 0400.464.795.

Het maatschappelijk kapitaal bedraagt 21.374.971,43 EUR, vertegenwoordigd door 13.092.260 aandelen zonder nominale waarde, waarvan 6.185.480 op naam, 6.866.500 gedematerialiseerd en 40.280 aan toonder (te dematerialiseren).

Volgens de kennisgevingen die de vennootschap heeft ontvangen zijn de aandeelhouders de volgende:

Aandeelhouder	Aantal aandelen
VINCI CONSTRUCTION SAS 5, cours Ferdinand-de-Lesseps F-92851 Rueil-Malmaison Cedex (France)	6.132.880
Publiek	6.959.380
Totaal	13.092.260

De raad van bestuur heeft aan de buitengewone algemene vergadering van aandeelhouders van 13 november 2013 de volgende voorstel gedaan:

“Voorstel tot verhoging van het maatschappelijk kapitaal ten belope van EUR 19.954.510,99 om het op te trekken van EUR 21.374.971,43 naar EUR 41.329.482,42 via de inbreng in natura door de naamloze vennootschap Ackermans & van Haaren, met maatschappelijke zetel gelegen te Begijnenvest 11, 2000 Antwerpen met als ondernemingsnummer 0404.616.494 (“AvH”), van 2.256.450 aandelen op naam van de naamloze vennootschap Dredging, Environmental & Marine Engineering NV, met maatschappelijke zetel gelegen te Scheldedijk 30, 2070 Zwijndrecht, België, met als ondernemingsnummer 0400.473.705 (“DEME”), in ruil voor de uitgifte van 12.222.222 nieuwe aandelen zonder nominale waarde van de vennootschap in te schrijven tegen de inschrijvingsprijs van EUR 45 per aandeel, met dien verstande dat :

1°) het verschil tussen de volledige inschrijvingsprijs (EUR550.000.000) en het bedrag van de kapitaalsverhoging (het verschil bedraagt EUR 530.045.489,01), zal geboekt worden in de rubriek “uitgiftepremie” die, net zoals het maatschappelijk kapitaal, een waarborg uitmaakt voor derden en enkel verminderd mag worden in uitvoering van een rechtsgeldige beslissing van de algemene vergadering, genomen overeenkomstig de toepasselijke bepalingen van het Wetboek van vennootschappen inzake de wijziging van de statuten.

2°) De nieuwe aandelen zullen beschikken over dezelfde rechten en zullen onderhevig zijn aan dezelfde verplichtingen als de bestaande aandelen; ze zullen het recht verlenen tot toekenning van elk dividend dat betrekking heeft op het boekjaar 2013 en op de daarop volgende boekjaren; de aandelen worden uitgegeven in de vorm van nominatieve aandelen.

3°) voornoemde kapitaalsverhoging is onderworpen aan de volgende opschortende voorwaarden :

(i) de goedkeuring door de Europese Commissie, krachtens het Reglement n°139/2004, en, in voorkomend geval, door welkdanige overheidsinstantie, bevoegd krachtens eender welke toepasselijke reglementering, zonder dewelke de hiervoor vermelde kapitaalsverhoging niet geldig verwezenlijkt kan worden, van de verwerving door AvH van de controle over CFE, die zal voortvloeien uit voornoemde daadwerkelijke kapitaalsverhoging en de overdracht door de vennootschap Vinci Constructions S.A.S, met maatschappelijke zetel gelegen te F-92851 Rueil-Malmaison, 5 Cours Ferdinand-de-Lesseps, aan AvH van 3.066.440 CFE aandelen, één en ander gevolgd door een verplicht openbaar bod zoals aangekondigd in het persbericht van Vinci SA en AvH op 19 september 2013 (hierna de “Goedkeuringen”).

(ii) *Het zich niet voordoen, op de dag voorafgaand aan de dag van de effectieve verwezenlijking van de kapitaalverhoging, van een daling van de Bel20-Index van 25% of meer ten opzichte van de slotstand op 19 september 2013 (hetzij 2841,30 punten), waarbij het zich niet voordoen van voornoemde beursdaling zal beoordeeld worden op basis van de slotstand op die datum.*

Met dien verstande dat : (1°) ingeval van realisatie van de opschortende voorwaarde vermeld onder punt (i) hierboven, de kapitaalverhoging verwezenlijkt zal worden op een nader tussen de vennootschap, AvH en Vinci SA te bepalen datum (doch uiterlijk binnen de vijf werkdagen na de bevestiging waarvan sprake in voornoemd punt (i), van de Goedkeuringen), voor zover op de datum vermeld onder punt (ii), de opschortende voorwaarde vermeld onder hetzelfde punt (ii) eveneens vervuld is, en (2°) indien alle opschortende voorwaarden vermeld onder punten (i) en (ii) niet vervuld zijn (zonder dat AvH verzaakt heeft aan de voorwaarde vermeld onder punt (ii)), en dienvolgens de kapitaalverhoging niet verwezenlijkt werd uiterlijk op 30 maart 2014, onderhavige beslissing van rechtswege zal vervallen en geen enkel rechtsgevolg sorteren.”

De notariële akte zal opgesteld worden door Meester Indekeu, notaris te Brussel.

3. Beschrijving van de inbreng in natura

De inbreng in natura maakt deel uit van een algemene transactie waarbij Ackermans & van Haaren NV tracht de controle over Aannemingsmaatschappij CFE NV en D.E.M.E. NV te verkrijgen. In een eerste fase, zal Ackermans & van Haaren zijn participatie in D.E.M.E. NV inbrengen in Aannemingsmaatschappij CFE NV; in een tweede fase, zal de huidige referentie aandeelhouder, de Vinci groep, de helft van zijn participatie in Aannemingsmaatschappij CFE NV verkopen aan Ackermans & van Haaren NV. Tot slot, zal Ackermans & van Haaren NV een openbare overnamebieding lanceren op de aandelen die nog in het publiek zijn.

De inbreng in natura bestaat uit een inbreng van aandelen van de vennootschap DREDGING, ENVIRONMENTAL AND MARINE ENGINEERING NV (D.E.M.E. NV), met maatschappelijke zetel te Zwijndrecht, Scheldedijk 30 en met het ondernemingsnummer van de vennootschap zijnde 0400.473.705. Deze aandelen worden momenteel aangehouden door de inbrenger, Ackermans & van Haaren NV.

Het kapitaal van D.E.M.E. NV is vertegenwoordigd door 4.538.100 aandelen, waarvan 2.256.450 aandelen (49,72%) aangehouden zijn door de inbrenger, 2.256.450 aandelen (49,72%) door Aannemingsmaatschappij CFE NV en 25.200 aandelen (0,56%) door de vennootschap DREDGING INTERNATIONAL NV, 100% dochteronderneming van D.E.M.E. NV. Alle aandelen die uitgegeven zijn door DEME genieten dezelfde rechten en zijn aan dezelfde verplichtingen onderworpen. DEME wordt momenteel gezamenlijk gecontroleerd door Aannemingsmaatschappij CFE NV en Ackermans & van Haaren NV.

De 2.256.450 aandelen die het voorwerp zijn van de inbreng in natura zijn op naam en zonder vermelding van nominale waarde en ingeschreven in het register van de aandeelhouders onder de nummers 1.600.001 tot 1.793.200, 2.020.901 tot 3.120.000, 3.509.601 tot 4.450.450 en 4.489.601 tot 4.512.900. De aandelen zullen worden ingebracht met alle eraan verbonden rechten, inclusief het recht op elk dividend met betrekking tot het boekjaar 2013 en tot de daarop volgende boekjaren.

De ingebrachte aandelen zijn vrij van persoonlijke of zakelijke zekerheden. In het kader van de thans geldende aandeelhoudersovereenkomst tussen Aannemingsmaatschappij CFE NV en Ackermans & van Haaren NV over het bestuur van de onderneming D.E.M.E. NV waarvan ze gezamenlijk de aandeelhouders zijn, beschikt Aannemingsmaatschappij CFE NV over een voorkoop- en volgrecht over de aandelen van D.E.M.E. NV die momenteel worden aangehouden door Ackermans & van Haaren NV. Deze rechten zijn niet relevant in het kader van de inbreng in natura.

4. Beschrijving van de elementen die de inbreng samenstellen en van de waarderingsmethodes

De inbreng in natura bestaat uitsluitend uit een participatie in de vennootschap D.E.M.E. NV aangehouden door Ackermans & van Haaren NV. Aangezien een deel van de aandelen van D.E.M.E. NV momenteel in handen is van één van haar dochterondernemingen, zijn de aandeelhouders van de vennootschap op datum van de inbreng voor gelijke delen samengesteld uit Ackermans & van Haaren NV enerzijds en Aannemingsmaatschappij CFE NV anderzijds.

Na de voltooiing van de inbreng in natura, zal Aannemingsmaatschappij CFE NV alle aandelen van D.E.M.E. NV rechtstreeks of onrechtstreeks aanhouden.

De waarde van de inbreng werd conventioneel vastgelegd door de raad van bestuur van Aannemingsmaatschappij CFE NV op 550 miljoen EUR.

Er bestaan meerdere methodes voor het waarderen van een niet-beursgenoteerde vennootschap. De kwaliteit van een waarderingsanalyse is in het bijzonder afhankelijk van de gebruikte veronderstellingen en het gebruik van meerdere methodes teneinde ze met elkaar te vergelijken, evenals van de interpretatie van de resultaten van de verschillende methodes. De algemeen aanvaarde waarderingsmethodes zijn de volgende:

- Actualisatie van de kasstromen
- Multiple methode afgeleid van vergelijkbare genoteerde ondernemingen
- Multiple methode afgeleid van transacties tussen vergelijkbare ondernemingen
- Gecorrigeerd netto actief

Zoals hernomen in het voorstel van bijzonder verslag van de raad van bestuur aan de buitengewone algemene vergadering van aandeelhouders van 13 november 2013:

“De Vennootschap heeft de waarde van de Inbreng vastgesteld met behulp van de methode van de marktveelvouden toegepast op de EBITDA (Earnings before interest, taxes, depreciation, amortization) en gebaseerd op de activiteitenplannen van 2013 en 2014. (...) Volgens deze benadering bedraagt de waardering van de Inbreng 695.500.000 euro. (...)

De raad van bestuur heeft de Inbreng in Natura ook gewaardeerd door zich te baseren op de methode van de geactualiseerde kasstromen toegepast op voornoemd activiteitenplan voor de boekjaren 2013 en 2014, op de investeringsplannen van de vennootschap, en de prognoses op lange termijn ondersteund door de macro-economische perspectieven van de sector. (...) Deze methode van de geactualiseerde cashflows leidde tot een waardering van 840 miljoen euro.

De raad van bestuur heeft de laagste waardering weerhouden, hetzij 695.500.000 euro.”

Aannemingsmaatschappij CFE NV heeft dus gebruik gemaakt van twee waarderingsmethodes om de inbreng in natura te valoriseren. Enerzijds werd de waarde van de inbreng, en de waarde van haar huidige aandelen, bepaald op basis van de multiple methode toegepast op de EBITDA; op basis van deze methode werd de waarde van de inbreng vastgelegd op 696 miljoen euro. Anderzijds werd de waarde van de inbreng gevaloriseerd op basis van de actualisatie van de kasstromen, op basis van een analyse door de bank ING; deze waarde werd vastgelegd op 840 miljoen euro. Uit voorzichtigheid werd de laagste waarde weerhouden, gebaseerd op de multiple methode toegepast op de EBITDA. Deze methode wordt verder beschreven in het vervolg van dit verslag.

Hoewel in dit rapport zowel de termen “onderneming” en “vennootschap” gebruikt worden, is de waardering gebaseerd op geconsolideerde cijfers van de groep bestaande uit Aannemingsmaatschappij CFE NV en haar dochterondernemingen, gemeenschappelijke dochterondernemingen en geassocieerde ondernemingen enerzijds en van de groep D.E.M.E. NV en haar dochterondernemingen, gemeenschappelijke dochterondernemingen en geassocieerde ondernemingen anderzijds.

4.1. Multiple methode

De multiple methode gebaseerd op vergelijkingen met andere ondernemingen in de sector, berekent de waarde van een activiteit («enterprise value») als een veelvoud (“multiple”) van een element van de financiële staten of budgetten, in dit geval, de EBITDA. Deze indicator wordt vaak gebruikt door financiële analisten en andere gebruikers van de financiële staten om de operationele cashflow van een onderneming te begrijpen. De multiple methode gebaseerd op de EBITDA laat toe om de winstgevendheid van een bedrijf te begrijpen ten opzichte van sectorgenoten, ongeacht haar financiële structuur, investeringspolitiek en afschrijvingen.

Om de waarde van een onderneming te bepalen («equity value») wordt de netto financiële schuld afgetrokken van de «enterprise value».

Het verslag van de raad van bestuur aan de buitengewone algemene vergadering van 13 november 2013 beschrijft de waarderingmethode (waardering van 50% van D.E.M.E. NV) en de als tegenprestatie toegekende vergoeding (waardering van Aannemingsmaatschappij CFE) als volgt:

“8. De Vennootschap heeft de waarde van de Inbreng vastgesteld met behulp van de methode van de marktveelvouden toegepast op de EBITDA (Earnings before interest, taxes, depreciation, amortization) en gebaseerd op de activiteitenplannen van 2013 en 2014. Dit is een gangbare methode om de ondernemingen actief in deze bedrijfstak te beoordelen.

De waardering weerhouden door de raad van bestuur is het resultaat van een gemiddelde tussen de valorisatie gebaseerd op de EBITDA van de boekjaren 2013 en 2014 waarop een veelvoud van 5 werd toegepast, verminderd met het gemiddelde van de op het einde van deze boekjaren geraamde financiële schuld van DEME. Volgens deze benadering bedraagt de waardering van de Inbreng 695.500.000 euro. De waarderingen gebaseerd op hogere veelvouden werden niet in aanmerking genomen.

De raad van bestuur heeft de Inbreng in Natura ook gewaardeerd door zich te baseren op de methode van de geactualiseerde kasstromen toegepast op voornoemd activiteitenplan voor de boekjaren 2013 en 2014, op de investeringsplannen van de vennootschap, en de prognoses op lange termijn ondersteund door de macro-economische perspectieven van de sector. De gemiddelde gewogen kapitaalkost (WACC) is 8,9 %. Deze methode van de geactualiseerde cashflows leidde tot een waardering van 840 miljoen euro.

De raad van bestuur heeft de laagste waardering weerhouden, hetzij 695.500.000 euro.

(...)

10. Volgens dezelfde methode van de veelvouden, maar rekening houdend met de specificiteit van haar activiteiten, is de Vennootschap overgegaan tot de waardering van haar activiteiten buiten DEME. De waarde van de vastgoedportefeuille werd bepaald op basis van de waarde van het netto-actief (voorraad projecten min de financiële schulden) vermeerderd met een rendement conform de marktpraktijk en de prestaties die door de Vennootschap in haar activiteitenplan voor deze activiteit worden verwacht (op basis van een IRR post-tax van 10%). Dit leidt tot een waarde van 36 miljoen euro.

Deze waardering van de activiteiten, tegelijk gebaseerd op een gemiddelde van veelvouden in gebruik voor de activiteit “contracting” » en van de « holding » samen en het gemiddelde van de daaruit resulterende waarderingen voor de boekjaren 2013 en 2014, alsook op een specifieke waardering van de vastgoedportefeuille zoals hierboven genoemd, leidt tot een bedrag van 45 miljoen euro.

De combinatie van de waardering van de Inbreng in Natura en die van de eigen activiteiten van CFE heeft de raad van bestuur dus in staat gesteld om de ruilverhouding te definiëren van:

- Waarde van de inbreng DEME : 695.500.000 euro*
- Waarde van de activiteit CFE inclusief DEME : 740.500.000 euro*
- Totaal : 1.436.000.000 euro*

hetzij 12.296.647 nieuwe aandelen voor 13.092.260 bestaande aandelen

Op basis van de door de raad van bestuur weerhouden waarderingen, is de vergoeding middels nieuwe aandelen, die op contractuele manier is vastgesteld tussen AvH en Vinci in het kader van hun openbaar aangekondigd akkoord, hetzij 12.222.222 nieuwe aandelen voor 13.092.260 bestaande aandelen, ietwat gunstiger voor de bestaande aandelen dan de vergoeding in nieuwe aandelen die zou resulteren uit de waardering weerhouden door de raad van bestuur. Deze laatste zou zich uiten in de creatie van 12.296.647 nieuwe aandelen voor 13.092.260 bestaande aandelen."

4.2. Detail van de waardering uitgevoerd door Aannemingsmaatschappij CFE NV

Aangezien de methode gebaseerd is op de multiples (die de sectorvergelijkingen vertegenwoordigt), op de geconsolideerde geschatte EBITDA (die de respectievelijke prestaties van D.E.M.E. NV en haar dochtervennootschappen of van Aannemingsmaatschappij CFE NV en haar dochtervennootschappen vertegenwoordigt) en op de netto financiële schuld van de gewaardeerde onderneming (respectievelijk D.E.M.E. NV en haar dochtervennootschappen en Aannemingsmaatschappij CFE en haar dochtervennootschappen), werd de waardering op de volgende manier uitgevoerd:

Multiples

- De vennootschap heeft gebruik gemaakt van verslagen van analisten uitgegeven door de internationale banken ABN Amro enerzijds, en ING anderzijds, respectievelijk op 8 augustus 2013 en 27 augustus 2013. Gegeven de verschillende aanpak van de rapporten, werd de voorzichtigste visie weerhouden door Aannemingsmaatschappij CFE NV. De weerhouden waarde voor de activiteit van D.E.M.E. NV stemt overeen met de waarde die gebaseerd is op de multiples van ING. Voor de overige activiteiten van Aannemingsmaatschappij CFE NV werd de waarde gebaseerd op de gemiddeldes van de multiples voorgesteld door de twee banken.
- De analyse is gebaseerd op een waardering van Aannemingsmaatschappij CFE NV ervan uitgaande dat deze samengesteld is uit 50% D.E.M.E. NV enerzijds en haar andere activiteiten anderzijds. Deze aanpak is vergelijkbaar met de aanpak weerhouden door ABN Amro en ING.
- De waarde toegewezen aan de inbreng door Ackermans & van Haaren NV van 50% in D.E.M.E. NV is vergelijkbaar aan de waarde in de waardering van Aannemingsmaatschappij CFE NV.

EBITDA

- De directie van Aannemingsmaatschappij CFE NV voert regelmatig een nazicht uit op de geconsolideerde budgetten, onderneming per onderneming. Dit nazicht omvat de groep D.E.M.E. NV, waarvan ze samen met Ackermans & van Haaren NV 50% aanhoudt.
- De directie van Aannemingsmaatschappij CFE NV heeft de laatst beschikbare budgetten gebruikt, opgesteld begin september 2013, voor het boekjaar 2013 en het boekjaar 2014. De budgetten van D.E.M.E. NV zijn goedgekeurd door de raad van bestuur op 19 en 21 augustus 2013. De budgetten van Aannemingsmaatschappij CFE NV zullen goedgekeurd worden door de raad van bestuur in de loop van oktober maar zijn reeds goedgekeurd door de gedelegeerde bestuurder.
- Aannemingsmaatschappij CFE NV is actief in vastgoedontwikkeling. Voor dit segment wordt de multiple methode niet als gepast¹ beschouwd met als gevolg dat de EBITDA voor dit segment uitgesloten werd bij de berekening van de «enterprise value». De waarde van deze activiteit («equity value») werd bepaald op basis van de voorraad van de projecten, zie infra.

Enterprise value

- De «enterprise value» werd afzonderlijk bepaald voor het boekjaar 2013 en het boekjaar 2014, voor D.E.M.E. NV enerzijds en voor de andere activiteiten van Aannemingsmaatschappij CFE NV anderzijds (exclusief de activiteiten m.b.t. vastgoedontwikkeling).
- Vooreerst heeft Aannemingsmaatschappij CFE NV de «enterprise value» berekend door de vermenigvuldiging van de EBITDA met de multiple weerhouden door ieder van de internationale banken in hun verslag. Vervolgens werd een gemiddelde van de waarden berekend (afzonderlijk per jaar en per activiteit).
- Zoals hierboven aangegeven is de gebruikte «enterprise value» voor D.E.M.E. NV gebaseerd op multiples van de bank ING, terwijl de gebruikte «enterprise value» voor de andere activiteiten van Aannemingsmaatschappij CFE NV gebaseerd zijn op het gemiddelde van de multiples van ING en de multiples van ABN Amro.

¹ Er dient opgemerkt te worden dat een specifieke multiple voor deze activiteit ontbreekt in de gebruikte rapporten van de analisten.

Netto financiële schuld

- In overeenstemming met de EBITDA werden de laatste budgetten, opgesteld begin september 2013, gebruikt voor het bepalen van de financiële schuld eind december 2013 en eind december 2014.
- Deze bedragen worden afgetrokken van de «enterprise value» om de waarde van Aannemingsmaatschappij CFE NV en D.E.M.E. NV respectievelijk voor boekjaar 2013 en boekjaar 2014 te bepalen.
- Aangezien D.E.M.E. NV geen budget van de financiële schuld per eind 2014 heeft opgesteld, werd dit bedrag geschat in functie van de verwachte kasstroom, gecorrigeerd met een voorzichtige inschatting van de verwachte investeringen zowel voor het onderhoud van de vloot van schepen als voor de andere activiteiten (bijvoorbeeld concessies windmolenparken) van D.E.M.E. NV. Deze aanpak is relatief voorzichtig of pessimistisch in vergelijking met de schattingen gedaan in het kader van het budgetproces door D.E.M.E. NV.
- Voor de andere activiteiten van Aannemingsmaatschappij CFE NV werd een optimistischere visie gehanteerd dan de analyse in de verslagen van de bovengenoemde banken in augustus:
 - De financiële schuld van de pool vastgoedontwikkeling werd niet inbegrepen in de berekening van de netto financiële schuld, vooral omdat de schuld van deze activiteit beschouwd wordt als behoefte van werkkapitaal (financiering van de voorraad eerder dan financiering van vaste activa).
 - De lange termijn financiële vorderingen op een project in Publiek-Private Samenwerking werden in mindering genomen van de gerelateerde financiële schulden. Dit wordt gerechtvaardigd door de structuur van de financiering van het project, immers de financiële schuld wordt terugbetaald via gespreide betalingen van de klant.
- Deze benadering werd gebruikt door de directie van Aannemingsmaatschappij CFE NV om na te gaan in hoeverre het aantal aandelen uit te geven in ruil voor de inbreng in natura niet overgewaardeerd zou zijn en de waarde van de inbreng niet overgewaardeerd zou zijn en ongunstig voor de bestaande aandeelhouders.

Equity value

- Voor de pool vastgoedontwikkeling, die werd uitgesloten in de berekening van de «enterprise value» en in de berekening van de netto financiële schuld, heeft Aannemingsmaatschappij CFE NV een waarde bepaald op basis van de waarde van het netto-actief (voorraad projecten na aftrek van de financiële schulden) vermeerderd met het geschatte netto rendement op de projecten die op korte termijn zullen gerealiseerd worden, respectievelijk in 2013 en 2014.
- De finale berekening van de waarde van Aannemingsmaatschappij CFE NV en van D.E.M.E. NV is een gemiddelde van de waarden bepaald respectievelijk voor boekjaar 2013 en voor boekjaar 2014.
- De waarden kunnen als volgt worden weergegeven:

(in miljoen EUR)	Waardering
D.E.M.E. NV aan 50%	695,5
Andere activiteiten van CFE	45
Aannemingsmaatschappij CFE voor inbreng	740,5
Inbreng in natura – D.E.M.E. NV aan 50%	695,5
Aannemingsmaatschappij CFE na inbreng	1.436

4.3. Externe waardering

Aannemingsmaatschappij CFE NV beroep gedaan op ING, een internationale bank, om een «fairness opinion» af te leveren over de kapitaalverhoging door middel van een inbreng in natura, zowel als een op zichzelf staande transactie als in het kader van de operatie in haar geheel. Deze opdracht heeft, onder andere, een waardering van de inbreng in natura en van de onderneming voor inbreng vereist.

De waardering van de inbreng in natura werd uitgevoerd met behulp van verschillende methodes om de resultaten te kunnen vergelijken: rapporten van analisten, multiple methode, multiples afgeleid van recente transacties en actualisatie van de kasstromen. De finale gebruikte waarde door ING resulteerde in een gemiddelde van deze verschillende methodes waarop een illiquiditeitspremie van 15% werd toegepast; het midden van de finale waarderingsvork is hoger dan de waarde gebruikt door Aannemingsmaatschappij CFE NV (696 miljoen EUR) en dus hoger dan de conventionele waarde die wordt gebruikt voor de inbreng in natura (550 miljoen EUR).

Het rapport van ING concludeert het volgende:

« "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. Commentaren op de weerhouden conventionele waarde voor de inbreng in natura

De weerhouden waarde van 550 miljoen EUR voor de inbreng in natura van de aandelen die momenteel aangehouden worden door Ackermans & van Haaren NV in de vennootschap D.E.M.E. NV lijkt niet overgewaardeerd ten opzichte van de waardering zoals deze werd uitgevoerd door Aannemingsmaatschappij CFE NV of de bank ING.

Deze conventionele waarde is coherent met de marktkapitalisatie van Aannemingsmaatschappij CFE NV (voor de aankondiging van de inbreng in natura), zijnde ongeveer 565 miljoen EUR².

Het gebruik van de meest zwakke multiples om de inbreng in natura te waarderen, volgt uit het voorzichtigheidsprincipe dat werd toegepast door Aannemingsmaatschappij CFE NV. Dit wordt bevestigd door de analyses van de deskundigen waarop we beroep gedaan hebben in het kader van onze opdracht, die hogere multiples gebruiken dan diegene die geselecteerd werden door Aannemingsmaatschappij CFE NV. Echter, de huidige structuur van de onderneming en in het bijzonder de waarde van de activiteiten van Aannemingsmaatschappij CFE NV zonder baggeren, zijn van dien aard dat elke stijging van de waarde van D.E.M.E. NV een gelijkaardige impact heeft op de waardering van de inbreng in natura en op de waardering van de onderneming Aannemingsmaatschappij CFE NV voor inbreng, zodat de impact op het aantal uit te geven aandelen niet significant is.

Volgens de bovenstaande waardering is de verhouding tussen de waarde van de inbreng (696 miljoen EUR) en de waarde van Aannemingsmaatschappij CFE NV na inbreng (1.436 miljoen EUR) gelijk aan 48,43%. Deze verhouding stemt overeen met het deel van Ackermans & van Haaren NV in het kapitaal van Aannemingsmaatschappij CFE NV na de inbreng, indien deze waardering gebruikt zou geweest zijn om het aantal uit te geven aandelen als tegenprestatie van de inbreng te bepalen.

Volgens de conventionele waarde die gebruikt wordt (550 miljoen EUR) bedraagt de verhouding tussen de uit te geven aandelen als tegenprestatie van de inbreng³ en de aandelen aangehouden door Ackermans & van Haaren NV na de realisatie van de inbreng 48,28%.

De inbreng in natura gewaardeerd aan 550 miljoen EUR leidt derhalve niet tot significante verschillen in de verhouding tussen de participaties die zullen worden aangehouden door Ackermans & van Haaren NV en de participaties die zullen worden aangehouden door de huidige aandeelhouders van Aannemingsmaatschappij CFE NV, na de inbreng in natura maar voor de overname van de aandelen van Vinci en voor de openbare overnamebieding. Een hogere waardering van de inbreng zou leiden tot de uitgifte van meer aandelen als vergoeding voor de inbreng, met als gevolg dat de huidige voorgestelde transactie gunstig is voor de huidige aandeelhouders van Aannemingsmaatschappij CFE NV.

² Op basis van de slotkoers van 19 september 2013, zijnde 43,15 EUR per aandeel

³ 12.222.222 aandelen met een waarde van 45 EUR per aandeel

5. De als tegenprestatie toegekende vergoeding

Als vergoeding voor de hiervoor beschreven inbreng ten bedrage van 550 miljoen EUR, zal voorgesteld worden om aan Ackermans & van Haaren NV 12.222.222 nieuwe aandelen op naam en zonder nominale waarde toe te kennen. Deze aandelen geven recht op elk dividend op het boekjaar 2013 en de daarop volgende boekjaren.

We herhalen dat de vennootschap Ackermans & van Haaren NV de volgende transacties heeft gepland onmiddellijk na de voltooiing van de inbreng in natura:

- Overname van de helft van de participatie van de huidige referentie aandeelhouder van Aannemingsmaatschappij CFE NV tegen een prijs van 45 EUR per aandeel.
- Openbare overnamebieding op de aandelen van Aannemingsmaatschappij CFE NV, ten gevolge van de overschrijding van de 30%-drempel, aan een prijs van 45 EUR per aandeel.

Het aantal uitgegeven aandelen als tegenprestatie voor de inbreng in natura werd consistent vastgesteld met de andere begeleidende transacties, waarbij de waarde van elk nieuw aandeel van Aannemingsmaatschappij CFE NV 45 EUR per aandeel zal zijn.

Het aantal nieuwe aandelen bedraagt dus: 550 miljoen EUR / 45 EUR = 12.222.222 nieuwe aandelen (afgerond tot op de eenheid).

De geplande kapitaalverhoging kan dus als volgt worden samengevat:

	Toestand vóór kapitaalverhoging	Kapitaalverhoging	Toestand na kapitaalverhoging
Kapitaal	21.374.971	19.954.511	41.329.482
Uitgiftepremie	62.605.944	530.045.489	592.651.433
Herwaarderingsmeerwaarden	12.394.676	0	12.394.676
Reserves	21.477.133	0	21.477.133
Overgedragen winst	54.422.043	0	54.422.043
Eigen vermogen per 31 december 2012	172.274.767	550.000.000	722.274.767
Aantal aandelen	13.092.260	12.222.222	25.314.482
Fractiewaarde per aandeel	1,63	1,63	1,63
Boekwaarde per aandeel	13,16	45,00	28,53

6. Uitgevoerde controles

Onze opdracht, uitgevoerd overeenkomstig de controlenormen van het Instituut van de Bedrijfsrevisoren, omvatte de steekproeven en controlemethodes die in de gegeven omstandigheden als noodzakelijk werden beschouwd, inbegrepen een algemeen onderzoek van de administratieve en boekhoudkundige procedures en het systeem van interne controle van de onderneming, die wij voldoende hebben gevonden om dit verslag af te leveren.

Bij de uitoefening van deze opdracht hebben wij ons onder meer gesteund op onze werkzaamheden naar aanleiding van de (geconsolideerde) jaarrekening afgesloten op 31 december 2012 van de vennootschap Aannemingsmaatschappij CFE NV, en op ons verslag als commissaris, afgeleverd zonder voorbehoud.

Wij hebben de vennootschap gevraagd, rekening houdend met het relatief belang van elk ingebracht bestanddeel, de bescheiden en economische gegevens te overhandigen die wij nodig achten om een oordeel te kunnen uitspreken over de beschrijving van de elementen die de inbreng in natura samenstellen. Wij hebben de door de partijen weerhouden methodes van waardering en hun motivatie gecontroleerd. In het bijzonder hebben wij beroep gedaan op deskundigen in het waarderen van vennootschappen om te begrijpen in hoeverre de gebruikte multiples overeenstemmen met de waargenomen en verwachte multiples bij sectorgenoten.

7. Gebeurtenissen na waarderingsdatum

Op datum van dit verslag hebben er zich sinds 19 september 2013, datum van het bepalen van de waarde van de inbreng in natura, geen belangrijke gebeurtenissen voorgedaan die een materiële impact zouden kunnen hebben op de waardering van de inbreng in natura of op de toegekende vergoeding.

8. Besluit

De inbreng in natura van 550 miljoen EUR ter kapitaalverhoging van de vennootschap Aannemingsmaatschappij CFE NV, bestaat uit de inbreng van de participatie van Ackermans & van Haaren NV (2.256.450 aandelen) in D.E.M.E. NV.

De verrichting werd nagezien overeenkomstig de normen uitgevaardigd door het Instituut van de Bedrijfsrevisoren inzake inbreng in natura. De raad van bestuur van de vennootschap is verantwoordelijk voor de waardering van de ingebrachte bestanddelen en voor de bepaling van het aantal door de vennootschap uit te geven aandelen ter vergoeding van de inbreng in natura.

Bij het beëindigen van onze controlewerkzaamheden, zijn wij van oordeel dat:

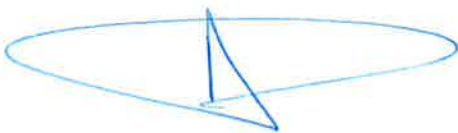
- de beschrijving van elke inbreng in natura beantwoordt aan de normale vereisten van nauwkeurigheid en duidelijkheid;
- de voor de inbreng in natura door de partijen weerhouden methode van waardering bedrijfseconomisch verantwoord is, onder de omstandigheden en voorwaarden die werden beschreven in hoofdstuk 4, en dat de waardebepaling waartoe deze methode van waardering leidt mathematisch ten minste overeenkomt met de fractiewaarde en de uitgiftepremie van de aandelen die worden uitgegeven als tegenprestatie voor de inbreng, zodat de inbreng in natura niet overgewaardeerd is.

De vergoeding van de inbreng in natura bestaat uit 12.222.222 aandelen van de vennootschap Aannemingsmaatschappij CFE NV, zonder vermelding van nominale waarde.

Wij willen er ten slotte aan herinneren dat conform de controlenormen van het Instituut van de Bedrijfsrevisoren onze opdracht er niet in bestaat een uitspraak te doen betreffende de rechtmatigheid en billijkheid van de verrichting, de waarde van de inbreng of van de als tegenprestatie toegekende vergoeding.

Diegem, 3 oktober 2013

De commissaris



DELOITTE Bedrijfsrevisoren

BV o.v.v.e. CVBA

Vertegenwoordigd door Pierre-Hugues Bonnefoy