

Immobel SA

**Rapport du commissaire sur la proposition
de fusion par absorption
d'Allfin Group SCA
par Immobel SA**

4 mai 2016

	Page
Table des matières	Page
1. Introduction	3
2. Identification des sociétés concernées	4
2.1. IMMOBEL SA (SOCIÉTÉ ABSORBANTE)	4
2.2. ALLFIN GROUP SCA (SOCIÉTÉ ABSORBÉE)	5
3. Identification de l'opération	7
4. Description de l'actif net des sociétés fusionnantes	9
4.1. DESCRIPTION DE L'ACTIF NET DES SOCIÉTÉS ABSORBANTE ET ABSORBÉE	9
4.1.1. <i>Comptes annuels statutaires (Belgian GAAP)</i>	9
4.1.2. <i>Comptes annuels consolidés (IFRS)</i>	10
4.2. DESCRIPTION DE L'ACTIF NET DE LA SOCIÉTÉ ABSORBÉE (ALLFIN GROUP)	12
4.2.1. <i>Comptes annuels statutaires (Belgian GAAP)</i>	12
4.2.2. <i>Comptes annuels consolidés (IFRS)</i>	14
5. Méthodes d'évaluation appliquées	20
5.1. DESCRIPTION DES MÉTHODES D'ÉVALUATION	20
5.1.1. <i>Méthode 1: Discounted cash flow (ou DCF)</i>	20
5.1.2. <i>Méthode 2: Méthode des multiples</i>	21
5.1.3. <i>Méthode 3: Méthode de l'ACTIF Net (Net Asset Value ou NAV)</i>	21
5.1.4. <i>Méthode 4: Consensus des traders</i>	21
5.1.5. <i>Méthode 5: Transactions préalables</i>	21
5.2. FOURCHETTE D'ÉVALUATION	22
5.3. DÉTERMINATION DU RAPPORT D'ÉCHANGE	23
5.4. PROCÉDURES RÉALISÉES	23
6. Détermination du rapport d'échange	25
7. Evénements après clôture	27
8. Conclusion	28

1. Introduction

En exécution de l'article 695 du Code des Sociétés, nous avons été chargés par le conseil d'administration de la société Immobel SA (« Immobel »), la société absorbante, de faire rapport sur la proposition de fusion par absorption du 18 avril 2016, de la société Allfin Group SCA (« Allfin Group »), la société absorbée.

Le projet de fusion a été déposé le 20 avril 2016 au greffe du tribunal de commerce de Bruxelles.

Notre mission a été réalisée conformément aux normes d'audit applicables en Belgique relatives aux fusions et scissions de sociétés, telles qu'édictées par « l'Institut des Réviseurs d'Entreprises ». Nous avons également vérifié les informations reprises dans le rapport spécial du conseil d'administration sur le projet de fusion afin de confirmer qu'elles permettent aux actionnaires de se prononcer sur la fusion proposée. Ces procédures ont été mises en œuvre pour nous permettre de rendre un avis (i) sur la pertinence et le caractère raisonnable du rapport d'échange et (ii) sur la pertinence et la justification des méthodes d'évaluation utilisées pour l'évaluation d'Immobel et d'Allfin Group.

L'organisation administrative et comptable des sociétés concernées par l'opération nous a permis de nous former une opinion sur la qualité des documents financiers servant de base aux évaluations. Les autres informations financières figurant dans le projet de fusion ont été soumises à notre examen.

Le présent rapport a été préparé à l'usage exclusif des actionnaires de la société Immobel SA dans le cadre de la fusion par absorption susmentionnée et ne peut dès lors être utilisé à d'autres fins.

2. Identification des sociétés concernées

2.1. Immobel SA (société absorbante)

La société anonyme de droit belge Immobel a son siège social Rue de la Régence 58, 1000 Brussels. Le numéro d'entreprise de la société est le 0405.966.675.

Le capital souscrit de la société s'élève à 60.302.318 EUR, représenté par 4.121.987 actions nominatives, sans désignation de valeur nominale, et est entièrement libéré. Il n'y a pas d'actions privilégiées ou d'actions auxquelles des droits particuliers seraient reconnus.

Les actions Immobel sont cotées à la bourse de Bruxelles (Euronext). Les principaux actionnaires de la société sont Allfin Group SCA et Capfi Delen Asset Management SA, deux sociétés de droit belge.

Actionnaire	Actions	%
Allfin Group SCA	1 230 398	29,85
Capfi Delen Asset Management SA	208 516	5,06
Autres	2 683 073	65,09
Total	4 121 987	100,00

La société absorbée, Allfin Group, détient 1.230.398 actions (29,85%) de la société absorbante, avant la fusion envisagée. Le conseil d'Immobel SA a volontairement appliqué les procédures prévues à l'article 524 du Code des sociétés.

Conformément à l'article 2 de ses statuts, la société Immobel SA a pour objet:

- 1) « *L'achat, la vente, l'échange, la commission, le courtage, la prise à bail ou en emphytéose, la location, la construction, l'exploitation, la mise en valeur, la division, la gérance de tous biens immobiliers de quelque nature qu'ils soient.*
- 2) *L'exécution de tous travaux d'infrastructure et d'équipement de terrains en vue de leur lotissement et mise en valeur.*
- 3) *L'exécution de tous travaux de rénovation et de transformation d'immeubles construits, ainsi que la maintenance d'immeubles.*
- 4) *Les prêts sur des immeubles.*
- 5) *L'entreprise pour le compte, soit de la société, soit de l'Etat, des provinces et des communes et de tous tiers, de tous travaux se rattachant à l'industrie de la construction.*
- 6) *Enfin toutes entreprises dont le caractère ou le but principal serait de faire valoir les immeubles pour son compte et pour le compte de tiers, en s'occupant notamment de la construction d'immeubles à divisor par appartements ou autres, de leur aménagement intérieur, tant immobilier que mobilier, et après parachèvement, de leur gérance et exploitation.*

Les opérations énumérées aux points 1 à 6 ci-avant peuvent être exécutées tant en Belgique qu'à l'étranger. La société pourra agir dans ces opérations, tant pour son propre compte qu'en association et pour compte de tiers. La société peut s'intéresser par voie de cession, d'apports, de fusion, de participation, de souscription ou d'achat d'actions, d'obligations ou autres valeurs, ou par toute autre voie, dans toutes autres sociétés ou entreprises dont l'objet serait similaire ou connexe au sien, acquérir et vendre tous titres et valeurs mobilières ; elle peut faire, en général, toutes opérations industrielles, mobilières, immobilières, commerciales, financières, agricoles, forestières ou autres se rattachant, directement ou indirectement, à son objet social. »

2.2. Allfin Group SCA (société absorbée)

La société en commandite par action de droit belge Allfin Group a son siège social Rue des Colonies 56, 1000 Bruxelles. Le numéro d'entreprise de la société est le 0862.546.467. La société a été initialement constituée le 13 janvier 2003 à Bruxelles sous la forme d'une société à responsabilité limitée (« société anonyme ») sous le nom de « Hermes Brown ». La durée d'Allfin Group est indéterminée. Le capital souscrit de la société s'élève à 37.054.215,39 EUR, représenté par 19.618 actions nominatives, sans désignation de valeur nominale, et est entièrement libéré. Il n'y a pas d'actions privilégiées ou d'actions auxquelles des droits particuliers seraient reconnus.

A la date du présent rapport, la structure de l'actionnariat d'Allfin Group est la suivante :

Actionnaire	Actions	%
A³ Management SPRL	1	0,00
Mr. Marnix Galle	18 717	95,41
Vemaco SA	900	4,59
Total	19 618	100,00

Préalablement à la fusion, Allfin Group doit vendre un certain nombre d'actifs et de passifs non liés à ses activités de base et des filiales détenant le projet Belview (« le carve-out »).

Après le carve-out prévu, toutes les actions d'Allfin Group seront directement ou indirectement détenues par Marnix Galle via la société A³ Capital SPRL.

Conformément à l'article 3 de ses statuts, la société Allfin Group a pour objet:

- 1) « *La constitution, le développement réfléchi et la gestion d'un patrimoine immobilier ; toutes opérations portant sur des biens immobiliers et des droits réels immobiliers, comme la location-financement de biens immobiliers à des tiers, l'acquisition, la vente, l'échange, la construction, la transformation, l'entretien, la mise en location, la location, le lotissement, la prospection et l'exploitation de biens immobiliers ; l'achat et la vente, la location de biens mobiliers, ainsi que toutes opérations entretenant un lien direct ou indirect avec cet objet et qui contribuent à générer des revenus à partir de biens mobiliers et immobiliers, ainsi que se porter caution de la bonne exécution des engagements contractés par des tiers afin de pouvoir utiliser ces biens mobiliers et immobiliers.*
- 2) *La constitution, le [développement réfléchi] et la gestion d'un patrimoine mobilier, toutes opérations portant sur des biens et droits mobiliers, de quelque nature que ce soit, comme l'acquisition par souscription ou achat et la gestion d'actions, d'obligations, de bons de caisse ou d'autres valeurs mobilières, sous quelque forme que ce soit, en Belgique ou à l'étranger, dans toutes personnes morales et entreprises, actuelles ou futures.*
- 3) *L'acquisition de participations, sous quelque forme que ce soit, dans toutes personnes morales ou entreprises actuelles ou futures, la stimulation, la planification, la coordination, le développement et l'investissement dans des personnes morales ou entreprises dans lesquelles la société détient ou non une participation.*
- 4) *L'octroi de prêts et d'ouvertures de crédit à des personnes morales et des entreprises ou des particuliers, sous quelque forme que ce soit ; dans ce cadre, elle peut également se porter caution ou accorder son aval, au sens le plus large du terme, effectuer toutes opérations commerciales et financières, à l'exception de celles que la loi réserve aux établissements de crédit.*

- 5) *La fourniture de conseils de nature financière, technique, commerciale ou administrative ; au sens le plus large du terme, à l'exception des conseils en matière d'investissement et de placements (de fonds) ; fournir une assistance et des services, soit directement ou indirectement, en matière d'administration et de finances, de vente, de production et de gestion générale.*
- 6) *Exécuter toutes tâches, fonctions ou missions de gestion ou de liquidation.*
- 7) *Développer, acheter, vendre, prendre ou donner des licences, du savoir-faire et d'autres actifs incorporels durables connexes.*
- 8) *Fournir des services administratifs et des services informatiques.*
- 9) *L'achat et la vente, l'importation et l'exportation, le courtage, la vente et la représentation de marchandises, en résumé, intermédiaire commercial.*
- 10) *La recherche, le développement, la fabrication ou la commercialisation de nouveaux produits, de nouvelles formes de technologie et de leurs applications.*

La société peut effectuer toutes opérations de nature commerciale, industrielle ou financière liées directement ou indirectement ou apparentées à son objet social ou susceptibles d'en promouvoir la réalisation.

La société peut s'intéresser par voie d'apport, de fusion, de souscription ou de toute autre manière dans d'autres entreprises, associations ou sociétés ayant un objet analogue, similaire ou connexe ou étant utiles à la réalisation de tout ou partie de son objet social.

L'énumération ci-dessus n'est pas exhaustive, de sorte que la société peut réaliser toutes opérations qui, peuvent être utiles à la réalisation de son objet social.

La société peut réaliser son objet tant en Belgique qu'à l'étranger, de tous les modes et toutes les manières qu'elle estime les plus adéquat(e)s.

La société ne peut en aucun cas exercer des activités de gestion de fortune ou de conseil en placements, telles que visées dans les Lois et Arrêtés royaux en la matière.

La société s'abstient d'exercer des activités contraires aux dispositions réglementaires dans la mesure où cette activité placerait la société en violation de ces règlementations. »

3. Identification de l'opération

Conformément aux dispositions de l'article 694 du Code des Sociétés, le conseil d'administration de la société Immobel a établi un rapport circonstancié, dans lequel il sera proposé à l'assemblée générale extraordinaire de procéder à la fusion par absorption d'Allfin Group par Immobel.

L'assemblée générale appelée à se prononcer sur le projet de fusion est prévue le 10 juin 2016 ou à une date ultérieure si le quorum requis (présence de la moitié du capital social) n'est pas atteint lors de la première assemblée générale extraordinaire. L'acte notarié relatif à cette fusion sera passé par Maître Berquin, notaire à Bruxelles.

Tel qu'il résulte du projet de fusion, cette fusion n'aura pas d'effet rétroactif, de telle sorte que les opérations de la société absorbée seront considérées du point de vue comptable comme accomplies pour le compte d'Immobel à compter du 10 juin 2016 ou à une date ultérieure si le quorum requis (présence de la moitié du capital social) n'est pas atteint lors de la première assemblée générale extraordinaire.

Le projet de fusion propose de rémunérer les actionnaires de la société absorbée sur base d'une valeur convenue de 286.500.000 EUR, avec de nouvelles actions à émettre d'Immobel. Aucune compensation additionnelle en espèce ou autre ne sera accordée.

Les nouvelles actions d'Immobel attribuées aux actionnaires d'Allfin Group, la société absorbée, auront les mêmes droits que les actions existantes. Le droit de vote attaché aux nouvelles actions sera identique au droit de vote attaché aux actions existantes.

Immobel n'accorde pas de droits particuliers aux actionnaires d'Allfin Group. Les actions remises donnent chacune droit à une voix et donnent droit au dividende pour participer à partir du 1^{er} janvier 2016 au bénéfice de l'exercice comptable en cours d'Immobel, qui a débuté le 1^{er} janvier 2016 et se terminera le 31 décembre 2016.

Le projet de fusion des conseils d'administration spécifie que:

« Les actions de fusion seront émises et attribuées aux actionnaires d'Allfin Group sous forme nominative. La conversion des actions nominatives d'Allfin Group en actions de fusion sous forme nominative se fera par l'inscription dans le registre des actionnaires d'Immobel, à la clôture, par deux administrateurs d'Immobel agissant conjointement, de chacune des personnes inscrites à la clôture en tant qu'actionnaire d'Allfin Group et détenteur d'actions nominatives d'Allfin Group, en se basant sur l'actionnariat tel qu'il apparaît dans le registre des actionnaires d'Allfin Group à la clôture, lequel sera réputé exact. Le nombre d'actions de fusion devant être inscrites pour chacun de ces actionnaires d'Allfin Group sera déterminé par application du rapport d'échange de la fusion. Le conseil d'administration d'Immobel ou son représentant dûment habilité détruira ensuite le registre des actions d'Allfin Group en inscrivant le terme « détruit » à chaque page du registre des actions.

Les actionnaires d'Allfin Group détenant des actions nominatives d'Allfin Group ne seront pas tenus d'accomplir de quelconques formalités pour recevoir les actions de fusion.

Les actionnaires d'Allfin Group qui recevront des actions de fusion auront le droit de demander un changement de forme de leurs actions d'Immobel, afin de convertir leurs actions nominatives en actions dématérialisées, conformément aux mêmes dispositions que celles présentement applicables aux actions actuelles d'Immobel. À ce propos, il est fait référence à l'article 7 des statuts coordonnés d'Immobel.

Sous réserve de la clôture de la fusion, une demande d'inscription à la cote sur Euronext Brussels de toutes les actions de fusion sera faite à Euronext Brussels. L'inscription à la cote des actions de fusion devrait être effective dans les 90 jours calendrier suivant la clôture.

Immobel a l'intention de se fonder sur la dispense d'établissement d'un prospectus relatif à l'admission à la négociation des actions de fusion sur Euronext Brussels, énoncée à l'article 18, § 2, d) de la Loi belge du 16 juin 2006 relative aux offres publiques d'instruments de placement et aux admissions d'instruments de placement à la négociation sur des marchés réglementés.

L'inscription à la cote des actions de fusion devrait être effective dans les 90 jours calendrier suivant la clôture.»

Après la fusion, Immobel deviendra propriétaire de 1.230.398 actions propres (actions Immobel actuellement détenues par Allfin Group). Ces actions propres représenteront 12,3% du total des actions en circulation de l'entité fusionnée. Conformément à l'article 622 du Code des sociétés, aucun droit de vote ne sera associé à ces actions. Le projet de fusion stipule ce qui suit:

« Les droits de votes et les droits aux dividendes attachés aux actions propres seront suspendus pour la période durant laquelle ces actions propres seront détenues par la société fusionnée.

Allfin Group et Immobel ont convenu que les actions propres ne seront pas détruites et resteront au bilan d'Immobel après la fusion. Une partie de ces actions propres pourra être replacée auprès d'investisseurs institutionnels pour élargir et renforcer l'actionnariat d'Immobel. »

Conformément à la convention de fusion datée du 18 avril 2016 conclu entre les deux parties, Allfin Group doit, préalablement à la fusion, se défaire d'un certain nombre d'actifs et de passifs non liés à ses activités de base et des filiales détenant le projet Belview (« le carve-out »). De plus, cette fusion ne se réalisera que si les conditions suivantes sont remplies avant ou en date de la transaction, à savoir que :

- l'Autorité belge de concurrence ("Belgische Mededingingsautoriteit"):
 - (i) a, conformément à l'article IV.61, § 1, 2 ° du Code belge de droit économique, décidé que la fusion ne donne pas lieu à une concentration tombant dans le champ d'application du Code belge de droit économique; ou
 - (ii) a, conformément à l'article IV.61, §2, 1 ° et 2 ° ou à l'article IV.63, §3 du Code belge de droit économique, déclaré la concentration admissible sans y attacher de conditions ou d'obligations qui ne sont pas des conditions raisonnablement satisfaisante pour les parties; ou
 - (iii) n'a pas pris une décision dans les délais fixés par le Code belge de droit économique, de sorte que la fusion sera automatiquement déclarée recevable conformément à l'article IV.61, §2, 3e paragraphe ou de l'article IV.63, §6 du code belge de droit économique ;
- les détenteurs d'obligations d'Allfin Group ont approuvé la modification des termes et conditions des obligations lors de l'assemblée générale des obligataires afin de permettre l'achèvement de la fusion selon les termes et conditions de l'accord général de fusion;
- Allfin Group a reçu les décharges des banques assurant son financement (annexe I);
- le gage, accordé par Allfin Group à BNP Paribas Fortis sur ses 1.230.398 actions Immobel afin de garantir ses obligations liées au prêt obtenu pour l'acquisition des actions Immobel, est entièrement libéré;
- Immobel a reçu les décharges des banques assurant son financement (annexe II);
- si la finalisation a lieu après le 30 juin 2016, Allfin Group a reçu de l'administration fiscale un avenant à la décision anticipée ;
- il a été confirmé qu'il n'existe aucune action ou procédure en cours par ou devant un tribunal ou un autre organisme gouvernemental ou autre de nature à restreindre, interdire ou annuler la fusion.

4. Description de l'actif net des sociétés fusionnantes

Les conseils d'administration d'Immobel (la société absorbante) et Allfin Group (société absorbée) ont utilisé les états financiers au 31 décembre 2015 comme base de l'évaluation des entreprises.

Aucune correction comptable n'a été apportée pour assurer la comparabilité des chiffres dès lors qu'aucune différence significative n'a été identifiée entre les règles d'évaluation appliquées pour les états financiers consolidés préparés par les deux sociétés conformément aux normes internationales d'information financière telles qu'adoptées par l'Union européenne. Les comptes statutaires présentés sont préparés selon les principes comptables généralement admis en Belgique. La principale différence entre les règles d'évaluation des deux sociétés est liée à la reconnaissance du revenu des projets résidentiels pour lesquels Immobel applique la méthode du pourcentage d'avancement tandis qu'Allfin Group applique la méthode à l'achèvement.

L'actif net des sociétés qui fusionnent est décrit ci-dessous.

4.1. Description de l'actif net de la société absorbante (Immobel)

4.1.1. Comptes annuels statutaires (Belgian GAAP)

Sur base des comptes annuels statutaires au 31 décembre 2015, préparés conformément aux principes comptables belges, l'actif net d'Immobel au 31 décembre 2015 est composé comme suit (comptes annuels au 31 décembre 2015, approuvés par le conseil d'administration du 24 mars 2016 mais restant à approuver par l'assemblée générale des actionnaires):

Actif (en EUR)	31 décembre 2015
Frais d'établissement	761 023
Immobilisations incorporelles	167 786
Immobilisations corporelles	945 060
Immobilisations financières	97 362 697
Créances à plus d'un an	0
Stocks et commandes en cours	133 742 048
Créances à un an au plus	173 028 138
Valeurs disponibles	10 828 417
Comptes de régularisation	5 304 990
Total	422 140 159
Passif (en EUR)	31 décembre 2015
Fonds propres	207 452 540
Provisions pour risques et charges	3 166 147
Dettes à plus d'un an	131 809 000
Dettes à un an au plus	71 921 553
Comptes de régularisation	7 790 919
Total	422 140 159

En tant que commissaire d'Immobel, nous avons émis une opinion sans réserve sur les comptes statutaires d'Immobel. Les actifs immobilisés de la société au 31 décembre 2015 sont principalement constituées d'immobilisations financières pour 97.362.697 EUR, relatives aux investissements dans des entreprises liées ainsi que les montants à recevoir de ces filiales.

Les actifs circulants comprennent essentiellement des créances pour un montant de 173.028.138 EUR, y compris les créances commerciales pour 3.957.800 EUR et d'autres montants à recevoir pour 169.070.338 EUR.

Les stocks et les contrats en cours sont constitués de bâtiments et de terrains acquis pour le développement et la revente.

Au passif, les fonds propres s'élèvent à 207.452.540 EUR au 31 décembre 2015.

Les dettes à plus d'un an s'élèvent à 131.809.000 EUR et se composent principalement de, (i) un emprunt obligataire de 60.000.000 EUR à échéance 2018, (ii) une facilité de crédit renouvelable dédiée à l'activité lotissement pour 40.000.000 EUR, (iii) l'utilisation d'une ligne de crédit pour un montant de 25.000.000 EUR, (iv) une facilité de crédit liée à certains projets pour 5.300.000 EUR et (v) d'autres dettes à long terme pour 1.509.000 EUR.

Les dettes échues dans l'année comprennent principalement la partie courante des dettes à long terme (40.000.000 EUR pour un emprunt obligataire avec échéance 2016), les dettes commerciales (14.736.253 EUR), les avances reçues sur les contrats en cours (11.896.168 EUR) et les comptes de régularisation (7.790.919 EUR).

4.1.2. Comptes annuels consolidés (IFRS)

Sur base des états financiers consolidés au 31 décembre 2015, préparés conformément aux normes IFRS tel qu'adoptées par l'Union européenne et aux exigences légales et réglementaires applicables en Belgique, l'actif net d'Immobel au 31 décembre 2015 est composé comme suit (états financiers au 31 décembre 2015 approuvés par le conseil d'administration du 24 mars 2016):

Actif (en KEUR)	31 décembre 2015
ACTIFS NON COURANTS	67 538
Immobilisation incorporelles	169
Immobilisations corporelles	730
Immeubles de placement	2 829
Participation dans les coentreprises et les entreprises associées	63 373
Actif d'impôts différés	186
Autres actifs non courants	251
ACTIFS COURANTS	379 607
Stocks	334 541
Créances commerciales	6 037
Créances fiscales	178
Autres actifs courants	21 899
Trésorerie et équivalents de trésorerie	16 952
Total	447 145

Passif (en KEUR)	31 décembre 2015
<i>CAPITAUX PROPRES TOTAUX</i>	194 358
Capital	60 302
Résultats non distribués	133 596
Réserves	477
Parts ne donnant pas le contrôle	-17
<i>PASSIFS NON COURANTS</i>	145 534
Pensions et obligations similaires	264
Provisions	4
Dettes financières	143 757
Dettes commerciales	1 509
<i>PASSIFS COURANTS</i>	107 253
Provisions	3 728
Dettes financières	62 267
Dettes commerciales	18 894
Dettes fiscales	163
Instruments financiers dérivés	140
Autres passifs courants	22 061
Total	447 145

En tant que commissaire d'Immobel, nous avons émis une opinion sans réserve sur les états financiers consolidés.

Les actifs non courants comprennent principalement des immeubles de placements (2.829 KEUR) ainsi que des participations dans les coentreprises et entreprises associées (63.373 KEUR). Selon la norme IFRS 11, les activités exploitées en joint-ventures sont présentées selon la méthode de la mise en équivalence.

Les actifs courants sont principalement composés de stocks (334.541 KEUR). Ces stocks se composent de bâtiments et terrains acquis pour le développement et la revente.

Le total des capitaux propres au 31 décembre 2015 s'élève à 194.358 KEUR.

Les dettes financières s'élèvent à 206 MEUR et comprennent principalement (i) les emprunts obligataires pour 100 MEUR, (ii) 25 MEUR d'utilisation de la ligne de crédit Corporate de 60 MEUR, (iii) 79 MEUR utilisés sur les lignes de crédit bancaire spécifiques pour certains projets en développement.

Les passifs non financiers courants se composent principalement de dettes commerciales (18,9 MEUR), d'avances reçues des clients (11,9 MEUR) et de dettes envers les coentreprises et entreprises associées (6,2 MEUR).

4.2. Description de l'actif net de la société absorbée (Allfin Group)

4.2.1. Comptes annuels statutaires (Belgian GAAP)

Sur base des comptes annuels statutaires au 31 décembre 2015, préparés conformément aux principes comptables belges, l'actif net d'Allfin Group au 31 décembre 2015 est composé comme suit (comptes annuels au 31 décembre 2015, approuvés par le conseil d'administration du 24 mars 2016 mais restant à approuver par l'assemblée générale des actionnaires):

Actifs (en EUR)	31 décembre 2015
Frais d'établissement	318 603
Immobilisations incorporelles	23 213
Immobilisations corporelles	39 885
Immobilisations financières	189 482 144
Créances à plus d'un an	26 298 797
Stocks et commandes en cours	0
Créances à un an au plus	6 472 002
Valeurs disponibles	25 146 390
Comptes de régularisation	785 174
Total	248 566 209

Passifs (en EUR)	31 décembre 2015
Fonds propres et réserves	100 484 744
Provisions pour risques et charges	0
Dettes à plus d'un an	125 068 862
Dettes à un an au plus	21 688 842
Comptes de régularisation du passif	1 323 761
Total	248 566 209

Le commissaire d'Allfin Group, VGD Bedrijfsrevisoren SCRL, représentée par Peter Bruggeman, a émis une opinion sans réserve sur les comptes statutaires d'Allfin Group.

Les actifs immobilisés de la société au 31 décembre 2015 se composent principalement d'immobilisations financières pour 189.482.144 EUR et se rapportent aux investissements dans des entreprises liées ainsi que les montants à recevoir de ces filiales. Les immobilisations financières comprennent les 29,85% d'actions détenues dans Immobel pour une valeur de 55.000.000 EUR.

Les actifs circulants se composent principalement d'autres créances à plus d'un an pour un montant de 26.298.797 EUR et de valeurs disponibles pour 25.146.390 EUR.

Au passif, les capitaux propres s'élèvent à 100.484.744 EUR au 31 décembre à 2015.

Les dettes à plus d'un an s'élèvent à 125.068.862 EUR et se composent principalement de (i) un emprunt obligataire de 35.650.000 EUR, (ii) un crédit roll-over de 55.000.000 EUR lié à l'acquisition des actions Immobel (29,85%) et (iii) les prêts inter-sociétés à long terme pour 39.728.737 EUR.

Après le carve-out prévu des actifs et passifs non liés aux activités de base d'Allfin Group, opération qui doit être réalisée avant la fusion, les actifs et passifs issus des comptes statutaires au 31 décembre 2015 seront retraités comme suit:

Actifs (en EUR)	31 décembre 2015 Publié	Carve-out	Dividende pré-fusion	Remboursement de la dette liée à l'acquisition d'actions propres	31 décembre 2015 après carve-out
Frais d'établissement	318 603	-	-	-	318 603
Immobilisation incorporelles	23 213	-	-	-	23 213
Immobilisations corporelles	39 885	-	-	-	39 885
Immobilisations financières	189 482 144	-15 097 033	-	-	174 385 111
Créances à plus d'un an	26 298 797	-1	-	-	26 298 796
Créances à un an au plus	6 472 002	-	-	-	6 472 002
Valeurs disponibles	25 146 390	20 579 845	-13 325 731	-28 855 374	3 545 130
Comptes de régularisation	785 174	-	-	-	785 174
Total	248 566 209	5 482 811	-13 325 731	-28 855 374	211 867 915

Passif (en EUR)	31 décembre 2015 Publié	Carve-out	Dividende pré- fusion	Remboursement de la dette liée à l'acquisition d'actions propres	31 décembre 2015 après carve-out
Fonds propres	100 484 744	5 444 453	-13 325 731	-	92 603 466
Provisions pour risques et charges	-	-	-	-	-
Dettes à plus d'un an	125 068 862	-	-	-28 855 374	96 213 488
Dettes à moins d'un an	21 688 842	38 358	-	-	21 727 200
Compte de régularisation	1 323 761	-	-	-	1 323 761
Total	248 566 209	5 482 811	-13 325 731	-28 855 374	211 867 915

Les éléments de carve-out découlant des comptes annuels statutaires d'Allfin Group se rapportent principalement à la sortie des actions North Surf Bay et Vemaco SA, pour une valeur d'actif net total de 15.097 KEUR, rémunérées en espèces pour un montant de 20.579 KEUR. Comme convenu dans l'accord de fusion, un dividende pré-fusion de 13.326 KEUR et un remboursement de la dette à long terme de 28.855 KEUR sont considérés comme des éléments de carve-out. Notons que le remboursement de la dette s'effectue au niveau d'Allfin Group bien qu'une partie des encassemens est enregistrée dans des filiales d'Allfin Group.

4.2.2. Comptes annuels consolidés (IFRS)

Sur base des états financiers consolidés au 31 décembre 2015, préparés conformément aux normes IFRS tel qu'adoptées par l'Union européenne et aux exigences légales et réglementaires applicables en Belgique, l'actif net d'Alfin Group au 31 décembre 2015 est composé comme suit (états financiers au 31 décembre 2015 approuvés par le conseil d'administration du 21 mars 2016):

Actifs (KEUR)	31 décembre 2015
<i>ACTIFS NON COURANTS</i>	<i>108 165</i>
Immobilisation incorporelles	25
Immobilisations corporelles	296
Immeubles de placement	2 715
Participation dans les coentreprises et les entreprises associées	66 122
Autres actifs financiers non-courants	28 328
Actifs d'impôts différés	1 531
Autres actifs non-courants	9 149
<i>ACTIFS COURANTS</i>	<i>283 186</i>
Stocks	175 414
Créances commerciales	6 712
Créances fiscales	2 455
Autres créances	1 648
Autres actifs financiers courants	5 730
Trésorerie et équivalents de trésorerie	86 687
Comptes de régularisation	4 541
Total	391 351

Passif (KEUR)	31 décembre 2015
<i>FONDS PROPRES</i>	165 486
Capital	37 074
Réserves	119 237
Réserves de change	56
Intérêts minoritaires	9 119
<i>PASSIFS NON COURANTS</i>	160 547
Provisions pour risques et charges	52
Passifs d'impôts différés	6 702
Dettes financières	152 191
Instruments financiers	1 570
Autres dettes non-courantes	31
<i>PASSIFS COURANTS</i>	65 318
Dettes financières	26 560
Instruments financiers	88
Dettes commerciales	14 319
Dettes fiscales	10 860
Autres dettes courantes	4 989
Comptes de régularisation	8 501
Total	391 351

Le commissaire d'Allfin Group, VGD Bedrijfsrevisoren SCRL, représentée par Peter Bruggeman, a émis une opinion sans réserve sur les états financiers consolidés d'Allfin Group, préparés conformément aux normes IFRS tel qu'adoptées par l'Union européenne et aux exigences légales et réglementaires applicables en Belgique.

Les actifs non courants (108.165 KEUR) sont principalement composés d'immeubles de placement (2.715 KEUR) et de participations dans des coentreprises et entreprises associées (66.122 KEUR). Selon IFRS 11, les activités exploitées en joint-ventures sont présentées selon la méthode de la mise en équivalence.

Les actifs courants (283.186 KEUR) sont principalement composés de stocks (175.414 KEUR) ainsi que de trésorerie et équivalents de trésorerie. Les stocks se composent de bâtiments et de terrains acquis pour le développement et la revente.

Le total des capitaux propres au 31 décembre 2015 s'élève à 165.486 KEUR.

Les dettes financières s'élèvent à 152 MEUR et se composent principalement de (i) lignes de crédit dans le cadre d'un projet en cours de développement (116 MEUR) et d'emprunts obligataires pour 35 MEUR.

Les dettes à court terme (65 MEUR) sont principalement composées de dettes financières (26,6 MEUR), de dettes commerciales (14,3 MEUR) et des dettes fiscales (11 MEUR).

Avant la fusion, Allfin Group procèdera au carve-out d'un certain nombre d'actifs et de passifs non liés à ses activités de base et des filiales détenant le projet Belview contre le paiement d'un prix de 42.181.104,38 EUR, réparti comme suit :

Carve-Out	(en EUR)
Projet Belview	2 341 481,97
Bowery	19 181 975,00
Vemaco (*)	15 971 154,93
Laios	1,00
North Surf Bay	4 576 491,48
Range Rover	35 000,00
Aston Martin	75 000,00
Valeur totale des actifs non liés à l'activité de développement	42 181 104,38

(*) Sur base de l'évaluation faite d'Allfin Group à 286.500.000 EUR

Le projet Belview est détenu par les filiales Belford Finance SARL et Bayside Finance SARL, dont la valeur des participations a été calculée sur base de la valeur comptable et s'élève à 2,3 MEUR. La valeur de la participation dans la filiale Bowery Investment SA a été déterminée conformément à la valeur comptable et s'élève à 19,2 MEUR. Vemaco SA possède, pour sa part, 3 actifs immobiliers (un loft et 2 magasins) et 900 actions (soit 4,95%) d'Allfin Group SCA. La valeur de Vemaco a également été calculée sur base de la valeur comptable et est fixée à 15,97 MEUR. De plus, le carve-out comprend 100% de la participation d'Allfin Group dans Laios Luxembourg et une participation de 4,8% dans North Surf Bay Club Real Estate Investment Company, LLC (4,6 MEUR). Étant donné que Laios a des fonds propres négatifs, les actions seront transférées à la valeur comptable, soit 1 EUR. Outre ces participations, deux actifs non liés à l'activité de développement seront exclus, à savoir une voiture de marque Range Rover et une voiture de marque Aston Martin, détenues respectivement par Allfin Group et Allfin Lux SA. Les deux voitures sont entièrement amorties. Cependant, sur base de l'estimation du revendeur, leur valeur résiduelle est estimée à respectivement 35 KEUR et 75 KEUR.

Suite au carve-out, un montant total de 13.325.730,51 EUR sera distribué à l'actionnaire d'Allfin Group. Les 28.855.373,87 EUR restant seront utilisés pour rembourser, en partie, la dette d'acquisition des actions propres.

Allfin Group a financé l'acquisition des actions propres par le biais d'une dette d'acquisition avec BNP Paribas pour un montant total de 55 MEUR. La dette d'acquisition des actions propres a été garantie par un engagement sur les actions propres (actions Immobel) au profit de BNP Paribas.

À l'issue de la fusion, la dette d'acquisition des actions propres sera remboursée en totalité par le produit net du carve-out et par l'intermédiaire des facilités de crédit existantes. Dans le cadre de ce remboursement, le gage sera levé.

Après la carve-out des actifs et passifs non liés aux activités de base d'Allfin Group, opération qui doit être achevée avant la fusion, les actifs et passifs retraités sur base des états financiers consolidés au 31 décembre 2015 préparés conformément aux normes IFRS adoptés par l'Union européenne et des exigences légales et réglementaires applicables en Belgique sont les suivants:

Actifs (en KEUR)	31 décembre 2015 publié	Carve-out	Dividende pré- fusion et remboursement de la dette d'acquisition des actions propres	31 décembre 2015 après carve-out
ACTIFS NON COURANTS	108 165	-7 325		100 840
Immobilisations incorporelles	25	-2		23
Immobilisations corporelles	296	-		296
Immeubles de placement	2 715	-2 715		-
Participation dans les coentreprises et les entreprises associées	66 122	-4 606		61 516
Autres actifs financiers non courants	28 328	-2		28 326
Actifs d'impôts différés	1 531	-		1 531
Autres actifs non courants	9 149	-		9 149
ACTIFS COURANTS	283 186	15 288	-42 181	256 293
Stocks (projets en développement)	175 414	-16 766		158 650
Créances commerciales	6 712	-1 066		5 646
Créances fiscales	2 455	-101		2 354
Autres créances	1 648			1 648
Autres actifs financier courants	5 730	-354		5 376
Trésorerie et équivalents de trésorerie	86 687	33 573	-42 181	78 079
Comptes de régularisation	4 541			4 541
Total	391 351	7 964	-42 181	357 133

Passifs (en KEUR)	31 décembre 2015 publié	Dividende de fin d'année	Carve-out	Dividende pré- fusion et remboursement de la dette d'acquisition des actions propres	31 décembre 2015 après carve-out
FONDS PROPRES	165 486	-16 000	11 765	-13 326	147 924
Capital	37 074				37 074
Réserves	119 237	-16 000	13 326	-13 326	103 237
Réserve de change	56				56
Intérêts minoritaires	9 119		-1 561		7 558
PASSIFS NON COURANTS	160 547		-610	-28 855	131 081
Provision pour risques et charges	52		-52		-
Passifs d'impôts différés	6 702		-468		6 234
Dettes financières	152 191		-90	-28 855	123 246
Instruments financiers	1 570				1 570
Autres dettes non courantes	31				31
PASSIFS COURANTS	65 318	16 000	-3 192	0	78 127
Dettes financières	26 560		-77		26 483
Instruments financiers	88				88
Dettes commerciales	14 319		-665		13 654
Dettes fiscales	10 860		-2 448		8 413
Autres dettes courantes	4 989	16 000	-2		20 987
Comptes de régularisation	8 501				8 501
Total	391 351	0	7 964	-42 181	357 133

Le tableau ci-dessus illustre les effets de l'opération sur le bilan au 31 décembre 2015:

- Déduction du dividende des capitaux propres (16.000 KEUR) sur l'année fiscale 2015 pour être distribué aux actionnaires d'Allfin Group avant la fusion et présenté dans les autres passifs courants;
- Impact bilantaire de la vente d'actifs et passifs non liés aux activités de base d'Allfin Group: actions de Vemaco NV et vente du projet Belview comme convenu dans l'accord de fusion. Cette vente a un impact positif de 13.326 KEUR sur les réserves avant distribution du dividende pré-fusion convenu pour le même montant, et diminue les intérêts minoritaires de 1.561 KEUR.

Vue d'ensemble du carve-out des actifs et passifs non liés aux activités de base et de la distribution du dividende pré-fusion (en KEUR):

Trésorerie à recevoir	42.181
Trésorerie nette, transférée dans le cadre du carve-out	(8.518)
Produit net en espèces	33.663
Valeur comptable des actifs nets vendus (hors trésorerie nette transférée)	(21.899)
Part minoritaire des actifs nets vendus	1.561
Valeur comptable des actifs nets vendus après intérêts minoritaires	(20.338)
Gain réalisé sur le carve-out	13.326
Dividende pré-fusion accordé aux actionnaires d'Allfin Group	(13.326)

- Remboursement de la dette financière suite au carve-out pour un montant convenu de 28.855 KEUR.

5. Méthodes d'évaluation appliquées

5.1. Description des méthodes d'évaluation

Afin de déterminer le rapport d'échange de la fusion, les conseils d'administration d'Allfin Group et d'Immobel ont examiné un ensemble commun de principes et de méthodes d'évaluation qui ont été appliqués de manière uniforme pour la valorisation des deux sociétés. Ces méthodes d'évaluation sont décrites ci-dessous.

Le rapport d'échange de la fusion ainsi que les termes et conditions de l'accord de fusion ont été négociés entre la direction d'Allfin Group d'une part, et le comité des administrateurs indépendants et le management d'Immobel d'autre part. Au cours de ces négociations, le management d'Allfin Group a été conseillé par Allen & Overy LLP et ING. Le comité des administrateurs indépendants et le management d'Immobel ont été conseillés par Linklaters LLP et BNP Paribas. KBC Securities a agi comme expert indépendant pour le compte du comité des administrateurs indépendants. PwC a agi en tant que facilitateur dans l'élaboration d'un rapport de Vendor Assistance sur Immobel et Allfin Group. PwC a également aidé la direction des deux sociétés dans le développement d'une méthodologie commune afin de préparer les études de faisabilité pour tous les projets immobiliers actuellement détenus en portefeuille. Sur base des études de faisabilité par projet, les business plans consolidés ont été rédigés et ont servi de base pour l'évaluation des entités.

Les études de faisabilités ont été réalisées par la direction de chaque entreprise sur base des projets au 31 décembre 2015 en considérant tous les éléments connus jusqu'en mars 2016. A la date du présent rapport, aucun nouveau projet n'a été contracté par les parties, qui ne serait pas reflété dans les études de faisabilité soutenant les business plans. Les business plans et les études de faisabilité sous-jacentes ont été approuvés par le conseil d'administration des sociétés. La cartographie des risques par projet a été soumise à une validation croisée par le conseil d'administration et la direction des sociétés respectives.

5.1.1. Méthode 1: Discounted cash flow (ou DCF)

La méthode DCF reflète la valeur d'une entreprise sur base des flux de trésorerie attendus dans le futur. Ces flux de trésorerie sont actualisés à un taux d'actualisation (le coût du capital, à savoir le WACC) qui reflète la valeur actualisée de l'argent et les risques associés aux flux de trésorerie.

Dans le cadre de cette transaction, la méthode DCF a été basée sur les business plans élaborés par les directions respectives. Les équipes de direction d'Immobel et d'Allfin Group ont élaboré des études de faisabilité et des business plans sur base d'une méthodologie commune. Ces business plans comprennent les prévisions financières par projet projetées pour tous les projets existants jusqu'à leur finalisation (à savoir pour leur cycle complet de l'investissement initial à la vente). Cette période s'étale entre 2016 et 2029. Pour chaque projet individuel, chacun des flux de trésorerie identifiés dans le business plan a été actualisé sur base du coût moyen pondéré du capital (WACC) spécifique à chaque projet. Ces WACC par projet ont été calculés sur la base des éléments suivants:

- Un taux sans risque et une prime de risque, basés sur des sources externes et de marché;
- Un Beta calculé individuellement pour les différentes activités;
- Une prime de risque par pays calculée sur base d'une analyse multicritères afin d'évaluer séparément chaque pays (Belgique, Pologne et Luxembourg);
- Une prime pour le risque de développement incluse dans le calcul du coût des capitaux propres afin de refléter les différentes étapes de réalisation et les risques d'exécution possibles. Lors de la détermination de cette prime, les parties et les experts ont pris en compte la nature des projets, la géographie et les spécificités d'exécution (risque / développement) sur base du business plan et la cartographie des risques convenue et approuvée par le conseil d'administration et la direction d'Allfin Group et d'Immobel;
- Le coût de la dette (basé sur l'analyse du risque de crédit d'Allfin Group et Immobel) et;
- Le ratio cible dettes / fonds propres évalué sur base de l'endettement du secteur.

Les frais généraux ont été alloués par projet afin d'ajuster le WACC par projet ou ont été alloués au WACC moyen pondéré des projets de développement.

Afin de calculer la valeur réelle des fonds propres (equity value), la dette financière nette ajustée est déduite de la valeur d'entreprise (enterprise value), principalement composée des éléments suivants:

- Dette financière
- + Excédent de trésorerie
- + Participations financières
- +/- Actifs et passifs non opérationnels

5.1.2. Méthode 2: Méthode des multiples

La méthode des multiples indique la valeur d'une entreprise basée, soit sur une comparaison de sociétés comparables cotées en bourse, soit par une analyse de statistiques de transactions antérieures réalisées dans le secteur. Après l'identification et la sélection des entreprises cotées ou des transactions comparables, leurs profils commerciaux et financiers sont analysés pour identifier des similarités. Les multiples sont ensuite appliqués aux résultats d'exploitation pour estimer une valeur de société non cotée.

5.1.3. Méthode 3: Méthode de l'ACTIF Net (Net Asset Value ou NAV)

La NAV utilisée dans le tableau ci-dessous est égale aux valeurs des projets reflétées à l'actif du bilan de l'entité moins sa dette financière nette ajustée. Elle ne comprend pas les autres éléments du fonds de roulement ni les autres actifs et passifs. Elle ne correspond donc pas à la valeur nette des fonds IFRS.

Dans le tableau ci-dessous nous incluons, à titre de référence, l'actif net (capitaux propres) des deux sociétés calculé selon les normes IFRS (pour Allfin, après carve-out et dividendes pré-fusion).

5.1.4. Méthode 4: Consensus des traders

Cette méthode d'évaluation est basée sur le prix cible défini par les traders.

5.1.5. Méthode 5: Transactions préalables

Cette méthode d'évaluation est basée sur les transactions antérieures observées sur le marché.

5.2. Fourchette d'évaluation

Les méthodes d'évaluation décrites ci-dessus conduisent à une fourchette de valorisation et à une médiane, pour les deux sociétés, qui peuvent être résumées comme suit:

En KEUR	Immobel			Allfin Group		
Méthode	Min.	Médiane	Max.	Min.	Médiane	Max.
Méthode 1: DCF	190 000	201 400	213 000	279 000	287 000	296 000
Méthode 2: Multiples	Les résultats ne conduisent pas à une fourchette pertinente					
Méthode 3: NAV		209 200			119 200	
Méthode 4: Perception des traders		206 100		Non applicable		
Méthode 5: Transaction préalables		184 000		Non applicable		
Valeur de référence : moyenne à 30 jours du cours de l'action		168 000		Non applicable		
Valeur de référence : Fonds propres IFRS publiés au 31.12.2015 (après dividende pré-fusion et carve-out pour Allfin)		194 358		147.924		

Les valeurs de référence sont reprises dans le but d'éclairer les valeurs de chaque société reprises ci-dessus:

- la moyenne à 30 jours du cours de l'action: cours moyen de l'action cotée, au cours des 30 jours précédent la date à laquelle le cours de l'action a été déterminé;
- la valeur des capitaux propres tels que publiés dans les états financiers consolidés IFRS des deux sociétés au 31 décembre 2015, corrigée, pour Allfin Group, de l'impact du carve-out des actifs et passifs non liés à ses activités de base et du dividende pré-fusion basé sur les états financiers IFRS au 31 décembre 2015.

Le conseil d'administration a retenu la méthode DCF comme unique méthodologie pertinente pour déterminer le rapport d'échange. Cette méthode a été considérée comme la méthode d'évaluation la plus précise et pertinente pour l'évaluation d'Immobel et d'Allfin Group. Sur base du tableau ci-dessus, présentant les fourchettes des différentes méthodologies, nous sommes d'accord avec cette approche.

Sur la base d'un WACC moyen de 6,3% à 7,5% et de 6,0% à 7,2%, pour respectivement, Immobel et Allfin Group, l'évaluation des flux de trésorerie actualisés conduit à la fourchette de valeur suivante:

Immobel: de 190.000.000 EUR à 213.000.000 EUR

Allfin Group: de 279.000.000 EUR à 296.000.000 EUR

Le WACC moyen des deux sociétés est obtenu en pondérant les WACC de chaque projet utilisé pour l'actualisation des flux de trésorerie attendus.

La méthode des multiples a été écartée parce que les entreprises actives dans le développement immobilier ont intrinsèquement une performance financière très volatile ; par conséquent, une application correcte de la méthode des multiples est difficile. C'est pourquoi des indicateurs financiers de performance (tels que les ventes, la marge brute ou l'EBITDA) sont très largement impactés par le timing de réalisation des projets. Il s'avère également complexe de trouver des comparables pertinents pour Allfin et Immobel surtout qu'Immobel est elle-même l'une des rares sociétés cotées de référence.

Bien que la méthode de l'Actif Net (NAV) soit largement utilisée dans le secteur de l'immobilier, elle est moins adaptée pour les entreprises de développement immobilier. Une grande partie de la valeur d'Allfin et d'Immobel est dérivée de leur pipeline de projets à long terme. La NAV offre une vision statique d'une entreprise et ne tient pas compte des différences entre ces pipelines. Les deux sociétés qui fusionnent ont convenu que l'évaluation devait être basée sur leurs projets existants, y compris leur pipeline à long terme (à savoir les projets en construction et les projets à développer reflétés dans les business plans jusqu'à leur année de finalisation). Elles ont par conséquent choisi de ne pas retenir la méthode NAV.

En raison du manque de couverture, la méthode du consensus des traders n'a été utilisée qu'à titre indicatif.

En raison du manque d'opérations antérieures comparables en termes de taille, de calendrier et de cycle économique, cette méthodologie n'a été utilisée qu'à titre indicatif.

Etant donné qu'Allfin Group n'est pas une société cotée en bourse, seules les méthodes DCF, des multiples et de la NAV ont été prises en considération pour l'évaluation d'Allfin Group.

5.3. Détermination du rapport d'échange

Sur base des méthodologies et des paramètres d'évaluation convenus, des business plans alignés et des rapports de due diligence préparés au cours de l'étude de faisabilité, la valeur des capitaux propres d'Immobel a été déterminée, tenant compte des évaluations ci-dessus et des négociations entre le comité des administrateurs indépendants d'Immobel et le gérant statutaire d'Allfin Group, à 201.000.000 EUR (ce qui correspond à une prime de 18,7% sur le cours moyen à 30 jours avant le 6 avril 2016 (la date de l'annonce de la fusion)). La valeur des capitaux propres d'Allfin Group (y compris les 29,85% des actions Immobel) a été déterminée à 286.500.000 EUR.

Les valeurs retenues ci-dessus sont dans les fourchettes d'évaluation et se rapprochent de la médiane de la principale méthode d'évaluation retenue par les experts concernés. Les valeurs retenues tiennent compte des représentations et garanties fournies par les deux parties, comme déterminé dans la convention de fusion datée du 18 avril 2016.

5.4. Procédures réalisées

Lors de l'exercice de cette mission, nous nous sommes entre autres appuyés sur les travaux d'audit effectués sur les comptes annuels au 31 décembre 2015 d'Immobel et d'Allfin Group ainsi que sur les rapports d'audit émis sans réserve pour chacune des sociétés.

Lors de la revue des méthodes d'évaluation appliquées afin de déterminer le rapport d'échange proposé, les conseils d'administration ont été assistés par des experts externes en évaluation d'entreprises. La direction d'Allfin Group a été conseillée par Allen & Overy LLP et ING. Le comité des administrateurs indépendants et la direction d'Immobel ont été conseillés par Linklaters LLP et BNP Paribas. KBC Securities a agi comme expert indépendant du comité des administrateurs indépendants. Nous avons accordé une attention particulière aux méthodes retenues afin de confirmer leur caractère acceptable tenant compte de la structure de l'actionnariat et des activités des entreprises.

Pour un échantillon de projets, nous avons également réalisé une revue indépendante des faisabilités préparées par la direction, en évaluant les principaux paramètres utilisés (valeur de sortie estimée, coûts de construction, risques commerciaux et risques associés au permis). Sur la base de nos travaux, nous n'avons pas identifié de paramètres utilisés différant substantiellement des pratiques et des derniers indicateurs de marché.

Nous avons également pris en compte dans nos procédures de contrôles les conclusions des différentes missions de due diligence, menées par les deux parties sur les aspects juridiques, fiscaux et financiers.

Dans les circonstances données, nous sommes d'avis que les méthodes qui ont été appliquées pour valoriser les sociétés et déterminer le rapport d'échange sont justifiées par les principes d'économie d'entreprise, sont appropriées en l'espèce et ont été correctement appliquées. Le rapport d'échange et la valeur sous-jacente d'Immobel et Allfin Group retenus par les conseils d'administration, après négociation entre les parties, se situent dans les fourchettes établies par les différentes méthodes appliquées par les conseils d'administration.

Nous tenons à attirer l'attention sur la différence qui existe entre la valeur retenue et les capitaux propres IFRS publiés au 31 décembre 2015 pour Immobel (+6,6 MEUR, ce qui signifie que la valeur retenue est proche de l'actif net présenté selon les IFRS au 31 décembre 2015) et Allfin Group (+138,6 MEUR, ce qui signifie que la valeur retenue, principalement basée sur la méthode DCF, donne une valeur sensiblement supérieure à l'actif net présenté selon les IFRS au 31 décembre 2015).

Une valeur d'actif net ne peut être utilisée qu'à titre indicatif dès lors qu'elle ne reflète pas les perspectives de croissance de la société et ne montre que sa situation actuelle. En comparaison d'Immobel, le portefeuille de projets d'Allfin Group montre une part plus grande de projets à développer par rapport aux projets en construction.

Pour Immobel la valeur globale retenue (valeur DCF) est en ligne avec l'actif net selon les états financiers au 31 décembre à 2015 tandis que pour Allfin, elle dépasse largement l'actif net. Cette différence de valorisation entre les deux entreprises illustre la différence entre leurs pipelines respectifs, mais résulte également de la différence de nature des activités. L'activité d'Allfin Group (principalement résidentielle) résulte en une plus faible valeur d'actifs comptabilisés au bilan et se caractérise par une rentabilité plus élevée, un cycle de vente plus rapide et une méthode de financement moins intensive en capital. Par rapport à Immobel, le portefeuille de projets d'Allfin Group affiche une part plus importante de projets dont le développement n'a pas encore commencé par rapport aux projets en cours de construction. L'activité de promoteur immobilier constitue une plus grande proportion de la valeur d'Allfin Group en comparaison de la valeur d'Immobel.

La valeur DCF d'Immobel est supérieure à la valeur de ces fonds propres IFRS mais ne reflète pas une prime comparable à celle issue de la valorisation d'Allfin. Cette situation s'explique par un horizon de temps plus long pour réaliser les projets ainsi que des marges plus faibles et des exigences plus élevées en termes de capital et de fonds de roulement. Compte tenu de la nature de l'activité (bureaux, résidentiel et lotissement), du portefeuille actuel et de l'état des projets (majoritairement des projets en cours de construction), Immobel exploite principalement des actifs qui sont reconnus au bilan et sont pris en compte dans la valeur de l'actif net. L'activité lotissement est particulièrement consommatrice de fonds de roulement et mobilise au bilan un niveau élevé d'actifs. La valorisation DCF de l'activité lotissement conduit à une valeur qui est légèrement inférieure à la valeur comptable. Ceci résulte des effets combinés du cycle de vente assez long attendu pour l'activité lotissement dans le plan d'affaires d'Immobel, du niveau de WACC appliquée pour l'activité ainsi que de l'allocation d'une part des frais d'exploitation permettant de la réaliser.

Le rapport d'échange est calculé sur base de valeurs d'entreprises comparables dès lors que des méthodes d'évaluation similaires ont appliquées de manière cohérente pour les deux entreprises.

6. Détermination du rapport d'échange

Comme spécifié dans la proposition de fusion, la fusion par absorption aura lieu par émission d'actions nouvelles d'Immobel. Ces actions nouvelles visent à compenser les actions de la société absorbée Allfin Group qui seront détenues directement ou indirectement après le carve-out par Marnix Galle via la société A³ Capital SPRL.

A la date du présent rapport, le capital social d'Allfin Group est représenté par 19.618 actions, dont aucune ne sont détenues par Immobel.

A la date du présent rapport, le capital social d'Immobel est représenté par 4.121.987 actions sans valeur nominale, dont 1.230.398 étant actuellement détenues par la société absorbée. Le capital est entièrement libéré. La valeur nominale des actions existantes équivaut à 14,63 euros par action.

Le rapport d'échange de la fusion, tel que calculé par les conseils d'administration, est détaillée dans la section 2 de la proposition de fusion:

« En contrepartie de la cession de tout le patrimoine actif et passif d'Allfin Group à Immobel, chacun des actionnaires actuels d'Allfin Group recevra de nouvelles actions d'Immobel, sur la base de leurs participations respectives dans Allfin Group et du rapport d'échange de la fusion, défini ci-dessous. »

Le rapport d'échange a été convenu entre Immobel et Allfin Group sur base des rapports d'évaluation des experts financiers d'ING (pour le compte d'Allfin Group), de BNP Paribas (pour le compte d'Immobel) et de KBC Securities (pour le compte du comité des administrateurs indépendants). Ceci a conduit à convenir d'une valeur réelle des fonds propres de 201.000.000 EUR pour Immobel et de 286.500.000 EUR pour Allfin Group.

IMMOBEL	En EUR
<i>Valeur réelle des fonds propres convenue entre parties</i>	<i>201 000 000,00</i>
<i>Nombre d'actions</i>	<i>4 121 987,00</i>
<i>Valeur d'une action</i>	<i>48,76</i>
ALLFIN GROUP	En EUR
<i>Valeur réelle des fonds propres convenue entre parties</i>	<i>286 500 000,00</i>
<i>Nombre d'actions</i>	<i>19 618,00</i>
<i>Valeur d'une action</i>	<i>14 603,94</i>

Le rapport d'échange de la fusion proposé est de 299 actions Immobel pour chaque action Allfin Group:

$$\frac{14.603,94}{48,76} = 299,4887$$

Dans le cadre de la fusion, sur base des évaluations mentionnées précédemment, Immobel émettra 5.875.369 nouvelles actions à destination des actionnaires actuels d'Allfin Group. Cela correspond à 299 actions de fusion, par action d'Allfin Group existante. Par conséquent, A³ Capital BVBA, supposée devenir, après carve-out, l'entité détenant directement ou indirectement toutes les actions d'Allfin Group, détiendra 5.875.556 sur 9.997.543 actions de l'entité fusionnée, ce qui correspond à 58,77% des actions de l'entité fusionnée (sans tenir compte des actions propres détenues par Immobel après la fusion). La contrepartie des actions Allfin Group est exclusivement constituée d'actions Immobel. Les actionnaires d'Allfin Group ne recevront aucune somme d'argent supplémentaire (prime).

La fusion se traduira par une augmentation du capital d'Immobel de 37.054.215 EUR pour passer de 60.302.318 EUR à 97.257.533 EUR.

Après la fusion, Immobel deviendra propriétaire de 1.230.398 actions propres (actions Immobel actuellement détenues par Allfin Group) et devra donc créer au bilan une réserve pour un montant correspondant au prix d'acquisition.

Les opérations envisagées peuvent être résumées comme suit (sur base des éléments de capitaux propres statutaires d'Allfin Group au 31 décembre 2015 et compte tenu du carve-out et du dividende pré-fusion). Notons que l'allocation finale aux composantes des capitaux propres ne sera connue que le jour de la finalisation de la transaction car il n'y a pas d'effet rétroactif de la fusion.

Immobel (en EUR)	Comptes statutaires avant fusion	Impact de la fusion	Actions propres	Situation après la fusion
Capital	60 302 318	37 054 215		97 257 533
Prime d'émission				-
Réserve de réévaluation				-
Réserve légale	10 028 508	3 000 000		13 028 508
Réserves non-distribuables	8		55 000 000	55 000 008
Réserves immunisées	47 570			47 570
Réserves disponibles		39 000 000		39 000 000
Résultat reporté	137 074 136	13 549 251	-55 000 000	95 623 387
Total	207 452 540	92 603 466	-	300 056 006
Nombre d'action	4 121 987	5 875 370	1 230 398	9 997 357
Pair comptable	14,63	6,31		9,74

Comme décrit dans le projet de rapport spécial du conseil d'administration, l'opportunité de la fusion est justifiée par les raisons suivantes:

- *Taille et notoriété: la fusion donnera naissance à la plus large compagnie immobilière cotée en Belgique ;*
- *Diversification: la fusion conduira à une plus grande diversification en termes de pays dès lors que l'entité fusionnée sera active en Belgique, au Luxembourg et en Pologne et en termes d'activités (bureaux, résidentiel, lotissement et immobilier commercial) ;*
- *Capacité de financement: l'entité fusionnée bénéficiera d'une structure de capital et de trésorerie plus forte et la combinaison des savoir-faire devrait permettre de profiter de nouvelles opportunités (nouveaux segments) et de pénétrer de nouveaux pays (France, Espagne et Europe Centrale) avec un taux de rendement potentiel plus élevé;*
- *Génération de flux de trésorerie opérationnels: le portefeuille de projets mieux équilibré devrait permettre à l'entité fusionnée de générer des profits plus prévisibles et stables ;*
- *Marge brute: les synergies attendues au niveau opérationnel, commercial et financier, la combinaison d'expertise et d'expérience et les optimisations de coûts inhérentes à une fusion de deux activités similaires seront prédominants pour optimiser l'efficience de l'entité fusionnée et devraient impacter positivement sa capacité à générer des résultats ;*
- *Capacité distributive et perspective de croissance des dividendes: un flux de trésorerie et des profits plus stables et plus importants devraient à leur tour profiter à une augmentation récurrente des dividendes.*

7. Evénements après clôture

A la date de ce rapport, il ne s'est produit depuis le 31 décembre 2015, date des états financiers qui servent de base à la fixation du rapport d'échange, aucun événement important qui aurait un impact significatif sur le rapport d'échange proposé.

8. Conclusion

Sur base de nos contrôles, effectués conformément aux normes de l’Institut des Réviseurs d’Entreprises relatives à la fusion de sociétés, nous déclarons que:

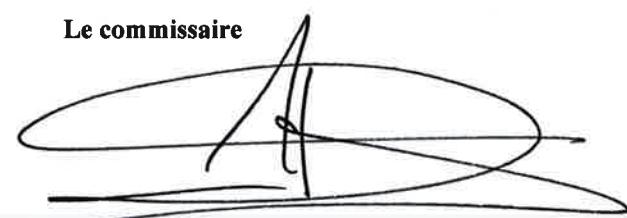
- Le rapport d'échange de 5.875.556 nouvelles actions nominatives et sans valeur nominale d'Immobel en échange de 19.618 actions nominatives d'Allfin Group est pertinent et raisonnable;
- Les méthodes d'évaluation retenues par le conseil d'administration pour les valorisations d'Immobel et Allfin Group sont appropriées et justifiées.

Nous attirons l'attention sur le fait qu'Allfin Group doit finaliser le carve-out d'un certain nombre d'actifs et de passifs non liés à ses activités de base et des filiales détenant le projet Belview et que cette fusion ne se réalisera que si les conditions suivantes sont remplies avant ou à la date de la transaction, à savoir que:

- l'Autorité belge de concurrence ("Belgische Mededingingsautoriteit"):
 - (i) a, conformément à l'article IV.61, § 1, 2 ° du Code belge de droit économique, décidé que la fusion ne donne pas lieu à une concentration tombant dans le champ d'application du Code belge de droit économique; ou
 - (ii) a, conformément à l'article IV.61, §2, 1 ° et 2 ° ou à l'article IV.63, §3 du Code belge de droit économique, déclaré la concentration admissible sans y attacher de conditions ou d'obligations qui ne sont pas des conditions raisonnablement satisfaisante pour les parties; ou
 - (iii) n'a pas pris une décision dans les délais fixés par le Code belge de droit économique, de sorte que la fusion sera automatiquement déclarée recevable conformément à l'article IV.61, §2, 3e paragraphe ou de l'article IV.63, §6 du code belge de droit économique ;
- les détenteurs d'obligations d'Allfin Group ont approuvé la modification des termes et conditions des obligations lors de l'assemblée générale des obligataires afin de permettre l'achèvement de la fusion selon les termes et conditions de l'accord général de fusion;
- Allfin Group a reçu les décharges des banques assurant son financement (annexe I);
- le gage, accordé par Allfin Group à BNP Paribas Fortis sur ses 1.230.398 actions Immobel afin de garantir ses obligations liées au prêt obtenu pour l'acquisition des actions Immobel, est entièrement libéré;
- Immobel a reçu les décharges des banques assurant son financement (annexe II);
- si la finalisation a lieu après le 30 juin 2016, Allfin Group a reçu de l'administration fiscale un avenant à la décision anticipée ;
- il a été confirmé que n'existe aucune action ou procédure en cours par ou devant un tribunal ou un autre organisme gouvernemental ou autre de nature à restreindre, interdire ou annuler la fusion.

Gand, le 4 mai 2016

Le commissaire



DELOITTE Reviseurs d'Entreprises
SC s.f.d. SCRL
Représentée par Kurt Dehoorne

Annex 1

LIST OF THIRD PARTY CONSENTS AND WAIVERS ALLFIN GROUP

1. Waiver from Belfius Bank NV with regard to the cross-default provisions and the provision prohibiting a merger and a change of control in the secured facilities agreement of EUR 24,457,600 dated 17 December 2014 between Flint Land NV, Flint Construct NV and Belfius Bank NV.
2. Waiver from BNP Paribas Fortis NV with regard to:
 - the cross-default provisions and the provisions prohibiting a merger and a change of control in the secured facilities agreement of 9.154.000 EUR dated 26 August 2014 between Vesalius Construct NV and BNP Paribas Fortis NV;
 - the cross-default provisions and the provisions prohibiting a merger and a change of control in the secured roll-over facilities agreement of 57.370.000 EUR dated 6 May 2014 between Lebeau Sablon NV and BNP Paribas Fortis NV ;
 - the cross-default provisions and the provisions prohibiting a merger and a change of control in the secured roll-over facilities agreement of 4.850.000 EUR dated 26 August 2014 between Hermes Brown II NV and BNP Paribas Fortis NV;
 - the provisions prohibiting a change of control and a merger and demanding the mandatory prepayment of all outstanding amounts as a result of such merger in the facilities agreement of 55.000.000 EUR dated 19 September 2014 between Allfin Group Comm. VA and BNP Paribas Fortis NV for the financing of the acquisition by Allfin Group Comm. VA of 1,230,398 shares of Immobel NV; and
 - the cross-default provisions and the provisions prohibiting a merger and a change of control in the secured roll-over credit facility agreement of 10.000.000 EUR dated 11 July 2011 between Allfin Group Comm. VA and BNP Paribas Fortis NV.
3. Waiver from ING Belgium NV with regard to:
 - the provisions prohibiting a merger and a change of control in the EUR 17,284,831 guarantee dated 11 February 2015 issued by ING Belgium NV at Allfin Group Comm. VA's first demand for the benefit of D&W NV; and
 - the cross-default provisions and the provisions prohibiting a change of control in the secured roll-over credit facility agreement of 3.335.000 EUR dated 10 February 2015 between Lake Front NV and ING Belgium NV.
4. Waiver from BNP Paribas Fortis NV and ING Belgium NV with regard to:
 - the cross-default provisions in the secured revolving credit facilities agreement of 29.404.000 EUR dated 3 October 2014 between BNP Paribas Fortis NV and ING Belgium NV and Immo PA 33 1 SA; and
 - (ii) the cross-default provisions in the secured revolving credit facilities agreement of 12.718.000 EUR dated 3 October 2014 between BNP Paribas Fortis NV and ING Belgium NV and Immo PA 33 2 SA.
5. Waiver from BNP Paribas Fortis NV and Belfius Bank NV with regard to the cross-default provisions in the secured facilities agreement of EUR 105,988,045 dated 31 July 2013 between Cluster Chambon NV, Chambon NV, Beyaert NV, Boiteux NV, Boiteux Residential NV, Argent Office NV, Argent Residential NV, Montagne Residential NV and BNP Paribas Fortis NV and Belfius Bank NV, as amended on 23 December 2013.

Annex 2

LIST OF THIRD PARTY CONSENTS AND WAIVERS IMMOBEL**1. Waiver from BNP Paribas Fortis SA/NV (BNP) in relation to:**

- the change of control provision and the prohibition on mergers in the 85.000.000 EUR facility agreement dated 25 May 2011 (as subsequently amended on 22 April 2013, 27 June 2013 and 23 June 2014) between among others Immobel (hereafter, the Company) as Borrower and BNP and ING Belgium NV/SA (ING) as Lenders;
- the change of control provision and the prohibition on mergers in the 93.500.000 EUR facility agreement dated 3 April 2014 between Gateway SA, the Company and Codic Belgique SA as Borrowers and BNP as Lender;
- the change of control provision and the prohibition on mergers in the 50.000.000 EUR revolving credit facility dated 23 July 2012 (as amended on 28 June 2013) between the Company (previously Lotinvest) as Borrower and BNP as Lender; and
- the change of control provision in the 130.650.000 EUR facility agreement dated 30 August 2012 between, among others, Bella Vita SA as Borrower and BNP and ING as Lenders.

2. Waiver from ING Belgium SA/NV in relation to:

- the change of control provision and the prohibition on mergers in the 85.000.000 EUR facility agreement dated 25 May 2011 (as subsequently amended on 22 April 2013, 27 June 2013 and 23 June 2014) between among others the Company as Borrower and BNP and ING Belgium NV/SA (ING) as Lenders; and
- the change of control provision in the 130.650.000 EUR facility agreement dated 30 August 2012 between, among others, Bella Vita SA as Borrower and BNP and ING as Lenders.

3. Waiver from KBC Bank NV (KBC) in relation to

- the change of control provision and the prohibition on mergers in the 10.559.000 EUR facility agreement dated 9 March 2015 between the Company as Borrower and KBC as Lender;
- the change of control provision in the 26.800.000 EUR facility agreement originally dated 29 February 2012 (as subsequently amended on 25 November 2013, 24 March 2014 and 16 December 2014) between RAC 2 NV as Borrower and KBC as Lender, Facility Agent and Security Agent; and
- the change of control provision and the prohibition on mergers in the 37.500.000 EUR facility agreement dated 23 July 2014 between RAC 3 NV and RAC 4 NV as Borrowers and KBC as Lender.

4. Waiver from ING Luxembourg S.A. in relation to the covenant by the Company not to change its management without prior written consent from ING Luxembourg S.A. in the 29.000.000 EUR credit agreement dated 21 June 2010 entered into between, among others, ING Luxembourg S.A. as Lender, Westside S.A. as Borrower and the Company as guarantor.